

Diskussionspapier

Forschungsgruppe EU-Integration
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale
Politik und Sicherheit



Diskussionspapiere sind Arbeiten im Feld der Forschungsgruppe, die nicht als SWP-Papiere herausgegeben werden. Dabei kann es sich um Vorstudien zu späteren SWP-Arbeiten handeln oder um Arbeiten, die woanders veröffentlicht werden. Kritische Kommentare sind in jedem Fall willkommen.

*Dr. Moritz Kilger promovierte zum Thema ‚Finanzmarktregulierung der EU‘ an der Universität zu Köln und war als Gastwissenschaftler bis September 2007 an der SWP tätig

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

*Moritz Kilger**

Implikationen einer sich wandelnden Finanzlandschaft für die Frage staatlicher Regulierung von Hedgefonds

**Diskussionspapier der FG 1, 2008/ 11, Mai 2008
SWP Berlin**

Inhalt

I. Problemstellung und Empfehlungen.....	3
II. Die Internationalen Finanzsysteme: Funktionen, Strukturwandel und Implikationen für die Regulierung	6
III. Die Hedgefonds-Industrie.....	9
III.1. Definition von Hedgefonds.....	9
III.2. Hedgefonds als Akteure am Finanzmarkt	11
III.3. Marktvolumen von Hedgefonds	13
III.4. Strukturwandel in der Hedgefonds-Industrie	17
III.5. Die Auswirkungen von Hedgefonds auf die Stabilität des Finanzsystems	19
III.5.1. Positive Auswirkungen.....	19
III.5.2. Negative Auswirkungen.....	20
IV. Die Regulierung von Hedgefonds in der Praxis	24
IV.1. Der „Königsweg“ zur Kontrolle von Hedgefonds: Die indirekte Regulierung.....	24
IV.2. Bestimmungen in Deutschland.....	27
IV.3. Bestimmungen in anderen Ländern	31
IV.4. Die wichtigsten Maßnahmen auf internationaler Ebene.....	34
IV.4.1. Maßnahmen der öffentlichen Hand	34
IV.4.1.1. Regulierung in der EU	34
IV.4.1.2. IOSCO	36
IV.4.1.3. Financial Stability Forum	37
IV.4.2. Die Ansätze der Privatwirtschaft	38
V. Fazit.....	40

I. Problemstellung und Empfehlungen

Eines der zentralen Anliegen der deutschen Bundesregierung während ihrer G8-Präsidentschaft im Jahre 2007 war die sog. „Transparenzinitiative für Hedgefonds“. Ziel der Bundesregierung war es, gemeinsam mit den anderen G8-Partnerstaaten die Hedgefonds-Branche transparenter zu gestalten, um auf diese Weise die Stabilität des internationalen Finanzsystems zu erhöhen. An sich schon ein erstrebenswertes Ziel, schien dies umso dringlicher, da sich in der ersten Jahreshälfte die Anzeichen dafür gemehrt hatten, dass der amerikanische Immobilienmarkt in eine Schieflage geraten war. Vor allem die Hedgefondsbranche hatte damals im Verdacht gestanden, diese Krise mitverschuldet zu haben, indem sie mit riskanten Strategien und undurchsichtigen Spekulationsgeschäften den Immobilienmarkt angeheizt hätten.

Mittlerweile hat sich die amerikanische „*sub prime*“-Krise zu einer veritablen Finanzkrise globalen Maßstabs ausgeweitet, die zu Verwerfungen konjunktureller Art wie auch zum Zusammenbruch von Banken und Kreditinstituten weltweit geführt hat. Die Vermutungen des G8-Gipfels, dass die Risiken innerhalb des globalen Finanzsystems gestiegen seien, haben sich also bewahrheitet. Allerdings stehen die Hedgefonds nicht mehr im Mittelpunkt der Kritik, da deutlich geworden ist, dass die Krise im Bankensektor selbst ihren Ursprung hat.¹ Offensichtlich haben die Kreditinstitute insbesondere in Amerika zu leichtfertig Kredite an Schuldner geringer Bonität vergeben und gleichzeitig von den neuartigen Finanzinstrumenten (insbesondere von den Kreditderivaten) Gebrauch gemacht. Diejenigen Kreditinstitute, die nun hohe Abschreibungen vornehmen müssen, haben sich schlichtweg an den internationalen Kapitalmärkten verspekuliert. Bei der Sachsen LB beispielsweise wurde deshalb der gesamte Vorstand entlassen und andernorts scheint es nicht immer mit rechten Dingen zugegangen zu sein: Gegen Vorstandsmitglieder der West LB wird wegen Bilanzbetrugs strafrechtlich ermittelt. Mit einem solcherart ausgestalteten Verlauf der Finanzkrise hat auch die Hedgefonds-Regulierungsdebatte einen deutlichen Dämpfer erhalten, zumal Peer Steinbrück bei seinen ausländischen G8-Kollegen mit seinen Ohren auf weitgehend taube Ohren gestoßen war und man sich nicht auf ein gemeinsames Regelwerk für die Hedgefonds-Branche hat einigen können.

Das Thema „Regulierung von Hedgefonds“ hat sich damit jedoch noch keineswegs erübrigt. Zum einen wird es immer noch in internationalen Fachgremien (insbesondere im Financial Stability Forum) diskutiert, und man ist hier nach wie vor bestrebt, die Hedgefonds-Branche zur Etablie-

¹ Bundesfinanzminister Peer Steinbrück hat in seiner Regierungserklärung zur Lage der Finanzmärkte im Deutschen Bundestag vom 15.02.2008 expressis verbis darauf hingewiesen, dass Hedgefonds „definitiv nicht die derzeitigen Finanzmarkturbulenzen verursacht haben.“

rung eines auf freiwilliger Basis erfolgenden, selbstverpflichtenden Verhaltenskodex zu bringen. Zum anderen, und dies ist das eigentlich Entscheidende, ist das Thema „Regulierung von Hedgefonds“ Teil einer weitaus fundamentaleren Debatte, die immer wieder aufkommt (zuletzt durch die von Franz Müntefering ausgehende „Heuschrecken“-Debatte, jüngst durch die Diskussion um die Reglementierung ausländischer Staatsfonds) und das Selbstverständnis des deutschen Wirtschaftssystems wie auch dasjenige anderer europäischer Nationen berührt. Im Kern handelt es sich dabei um Folgendes: Kaum ein anderer Wirtschaftsbereich ist derart globalisiert, wie die Finanz- und Kapitalmärkte. Hier hat sich in den letzten Jahren eine wahrhafte „Revolution“ ereignet, die sich neben der internationalen Vernetzung in einem immensen Volumenwachstum der Kapitalmärkte manifestiert und zweitens einen Umbruch von einem bank- zu einem kapitalmarktorientierten Finanzmodell ausgelöst hat. Der Bankensektor schrumpft zahlenmäßig, wird aber gleichzeitig immer konzentrierter, das klassische Einlagengeschäft der Banken nimmt ab, während die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte verstärkt als Finanzierungsquelle des Unternehmenssektor genutzt werden. Damit im Zusammenhang stehend, sind in letzter Zeit Finanzmarktakteure an den Finanz- und Kapitalmärkten verstärkt in den Vordergrund getreten, die bis vor kurzem weitgehend noch unbekannt waren. Gemeint sind hier u.a. Private Equity-Gesellschaften (vulgo: „Heuschrecken“) und eben Hedgefonds, die mit innovativen Investmentstrategien den „klassischen“ Kapital- und Finanzmarkt aufmischen, innovative Investmentstrategien und Geschäftspraktiken ausüben, welche dann wiederum von „herkömmlichen“ Geschäftsbanken adaptiert werden.

Generell lässt sich feststellen, dass diese tiefer liegende Diskussion, gerade weil sie teils mit ideologischen Waffen geführt wird, von tiefen Missverständnissen und Fehleinschätzungen geprägt ist. Das beginnt damit, dass nicht zwischen den einzelnen Typen von Finanzinvestoren unterschieden wird. Private-Equity-Gesellschaften, Hedgefonds, Staatsfonds werden oft undifferenziert in einen Topf geworfen. Zweitens finden die positiven Seiten und der wirtschaftliche Nutzen der neuen Finanzmarktwelt und von Finanzinvestoren und Hedgefonds meist nur marginale Beachtung, obwohl selbst stabilitätsorientierte Institutionen wie die EZB oder die Deutsche Bundesbank wiederholt auf diesen Aspekt aufmerksam gemacht haben, gerade auch auf den für sie besonders wichtigen Aspekt der Finanzsystemstabilität. Vielmehr wird der Finanzmarktsektor hierzulande sehr skeptisch beäugt und mitunter gewinnt man den Eindruck, er wird für alles Übel einer globalisierten Wirtschaftswelt verantwortlich gemacht. Zum dritten wird nicht zur Kenntnis genommen, dass Hedgefonds nur das sichtbarste Abbild einer sich seit längerem tief greifend wandelnden Finanzmarktlanschaft sind, die viele Nach- aber auch eine Reihe von Vorteilen mit sich bringt. Fakt ist aber, dass diese Veränderungen politisch gewollt sind und auch aktiv betrieben werden. Viertens ist darauf hinzuweisen, dass Hedgefonds in Deutschland und anderswo bereits reguliert werden und angesichts des nur geringen Umfangs der

deutschen Hedgefonds-Industrie wie auch des im internationalen Vergleich unterentwickelten deutschen Finanzplatzes die Frage gestellt werden muss, ob die deutsche Finanzgesetzgebung in Bezug auf Hedgefonds nicht vielleicht zu restriktiv gefasst ist.

Die zentralen Fragen der vorliegenden Analyse lauten daher:

1. Bedürfen Hedgefonds einer über die bestehenden Vorschriften hinausgehenden Regulierung und wenn ja, dann welcher?
2. Welche der zurzeit in Betracht kommenden Regulierungsansätze haben eine realistische Umsetzungschance?

Um diese Fragen sachlich beantworten und zu einer Versachlichung der Diskussion beitragen zu können, ist es unerlässlich, zunächst die Veränderungen der Finanzlandschaft aufzuzeigen, die dazu geführt haben, dass Hedgefonds überhaupt zu einem derart prominenten Betrachtungsgegenstand in den Wirtschaftswissenschaften haben werden können. Zu einer Versachlichung trägt auch bei, dass die positiven wie die negativen Effekte von Hedgefonds besprochen werden. Vor diesem Hintergrund werden dann die beiden Fragen versucht, beantwortet zu werden.

Die Empfehlungen an die deutsche Politik lauten:

- In der Diskussion um eine Kontrolle bzw. Reglementierung von Finanzmarktakteuren sollte zunächst zur Kenntnis genommen werden, dass das deutsche Finanzsystem einen strukturellen Wandel hin zu einem kapitalmarktbasierten Finanzsystem durchläuft, was zunächst einmal enorme Chancen für die deutsche Wirtschaft in Form von innovativeren und günstigeren Finanzierungschancen bietet. Auch der „normale Bürger“ profitiert insofern, als dass ihm neue Wege für die Kapital- und Sparanlage offen stehen. Beispielsweise wäre die auch politisch erwünschte kapitalgedeckte Altersvorsorge (Stichwort „Riester-Rente“) nicht möglich, wenn sich nicht die am Kapitalmarkt engagierenden Banken und Versicherungen der neuen Finanzmarktinstrumente und -akteure bedienen würden. Hedgefonds und andere Finanzinvestoren sollten daher nicht diskreditiert und nicht von vornherein einer restriktiven Gesetzgebung unterworfen werden; sie haben eine Reihe von positiven Auswirkungen auf die Effizienz von Finanzsystemen wie auch auf realwirtschaftliche Prozesse.
- Die hiesige Finanzbranche ist, angesichts der Größe der Volkswirtschaft, weit unterentwickelt. Ziel deutscher Politik sollte daher zuerst eine Stärkung des deutschen Finanzplatzes sein. Dazu wurde bereits im Jahr 2003 die „Initiative Finanzstandort Deutschland“, in der alle wichtigen öffentlichen und privaten Finanzmarktakteure vertreten sind, gegründet und zudem im Jahr 2004 ein neues Investmentgesetz in Kraft gesetzt, mit dem das Auflegen von Hedgefonds zum ersten Mal möglich wurde. Bislang hat dieses Gesetz

nicht viel bewirkt, da keine nennenswerte Ansiedelung von Hedgefonds stattgefunden hat. Abgesehen von der Frage, ob das Investmentgesetz nicht zu restriktiv ausgestaltet wurde, gilt es, die Folgewirkungen dieses Gesetzes erst einmal weiter abzuwarten. Zudem sollte man sich in Deutschland durch neue Regulierungsforderungen nicht dem Verdacht aussetzen, dass es letztlich um eine Einschränkung der ausländischen Finanzzentren geht, weil sie über Wettbewerbsvorteile gegenüber dem deutschen Standort bieten.

- Als sich die amerikanische Immobilienkrise zu verschärfen und sich auch auf den deutschen Finanzplatz auszuwirken begann, sahen sich die Kritiker von Hedgefonds bestätigt, da sich das zu Behauptungen schien, was lange behauptet wurde, nämlich, dass Hedgefonds Verursacher und Auslöser dieser Krise seien. Davon ist heute nichts mehr zu hören. Vielmehr wurde deutlich, dass a) bei weitem nicht alle Banken von der Krise betroffen sind und dass b) bei denjenigen, die in Schieflage geraten sind, schlichtweg unternehmerisches Fehlmanagement vorliegt, das teils sogar durch unlauteres Geschäftsgebahren begleitet wurde: die Staatsanwaltschaft hat sich in manchen Fällen schon eingeschaltet. Diese Tatsache kann nicht deutlich genug herausgestellt werden, da staatliche Eingriffe in den Wirtschaftsprozess nur dann zu rechtfertigen sind, wenn „Marktversagen“ vorliegt. Dies scheint aber bei der derzeitigen Finanzkrise nicht der Fall zu sein bzw. nicht insoweit, als dass ein stärkeres „an-die-Kandare-nehmen“ von Hedgefonds so ohne Weiteres zu rechtfertigen wäre.

II. Die Internationalen Finanzsysteme: Funktionen, Strukturwandel und Implikationen für die Regulierung

Moderne Finanzsysteme haben eine wichtige, wenn nicht zentrale Bedeutung für den realen Wirtschaftsprozess, indem sie für diesen eine Intermediations- und Risikoabsicherungs- und Effizienzsteigerungsfunktion wahrnehmen. Finanzsysteme gewährleisten eine Umwandlung von volkswirtschaftlichen Ersparnissen in Investitionskapital.² Damit erhöht sich der Wettbewerb unter den Kapitalanbietern. Da für neue Produktionstechnologien schneller und billiger Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen, steigen letztlich auch die Investitionsanreize. Verschie-

² Vgl. Europäische Zentralbank (EZB), *Der Beitrag der EZB und des Eurosystems zur Finanzmarktintegration in Europa*, Monatsbericht Mai, Frankfurt 2006, S. 67 – 80.

dene europäische Studien haben versucht, die Wachstumseffekte zu quantifizieren und kommen zu dem Ergebnis, dass das Wachstum in der EU um etwa 0,5-1,0% des aggregierten BIP der EWU liegen dürften, vorausgesetzt, der noch entlang nationaler Linien segmentierte Finanzmarkt der EWU wäre vollständig integriert.³ Nicht umsonst wurde die Weiterentwicklung und Integration der Finanzsysteme in Europa von den Staats- und Regierungschefs der EU in der 2005 reformierten „Lissabon-Strategie“ zu einem der Schlüsselemente der gemeinsamen Wirtschaftspolitik erkoren.⁴ Zusätzlich können die Unternehmen in einem integrierten Finanzmarkt auf einen tieferen und liquideren Kapitalpool zurückgreifen, damit leichter in anderen Regionen des Euroraums investieren und das Risiko „lokaler Schocks“ besser streuen. Auch für Kleinanleger bestehen Vorteile, indem Finanzdienstleistungen und Wertpapiere leichter von den besten und kostengünstigsten europäischen Anlage-, Versicherungs- oder Fondsanbietern bezogen werden können.⁵ Die Effektivität des Finanzsektors wird u.a. durch seine Finanz- und Kreditstruktur sowie seine Größe bestimmt. Der positive Einfluss des Finanzsektors auf das Wirtschaftswachstum eines Landes kann somit durch eine Vertiefung und Vergrößerung gesteigert werden, also auch durch eine Integration in die internationalen Finanzmärkte. Entsprechend spielen im Inland und Ausland aufgelegte Hedgefonds hier eine zentrale Rolle, wie später noch ausführlicher gezeigt wird.

Die internationalen Finanzmärkte durchlaufen seit etwa zwei Jahrzehnten einen fundamentalen und vielschichtigen Veränderungsprozess. Auf keinem anderen Markt ist eine derart globale Ausrichtung anzutreffen wie auf dem Finanzmarkt, da alle auf ihm agierenden Akteure weltweit in hohem Maße untereinander vernetzt sind. Drei Gründe sind hierfür ausschlaggebend. Zum ersten ermöglichen die technologischen Quantensprünge in der Informations- und Kommunikationstechnologie (Stichwort: „Internet“) den weltweiten Zugang zu relevanten Informationen rund um die Uhr. Die Finanzinstitute können über elektronische Kanäle ihre geographische Reichweite erweitern und so regulatorische Barrieren umgehen, die damit obsolet werden. Zum zweiten wurden seit Mitte der 1980er Jahre weltweit Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen

³ Gertrude Tumpel-Gugerell, *European Financial Integration and the Financial System*, Speech at the third conference of the Monetary Stability Foundation, “Challenges to the Financial System – Ageing and Low Growth, 6. – 7. Juli 2006 in Frankfurt, <<http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060706.en.html>> (Zugriff am 31.10.2007), Frankfurt 2006; London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Final Report to the European Commission Directorate Generale for the Internal Market in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting*, <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/studies/summary-londonecon_en.pdf>, (Zugriff am 10.08.2007), London 2005

⁴ Vgl. Europäische Kommission, *Gemeinsame Maßnahmen für Wachstum und Beschäftigung: Das Lissabon-Programm der Gemeinschaft, Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament*, Dokument Nr. KOM (2005) 330endgültig, Brüssel 2005.

⁵ Giovannini-Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Brüssel 2001.

im internationalen Finanzverkehr durchgeführt. In Europa wäre ohne die durch die Einheitliche Europäische Akte von 1987 herbeigeführte Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den Ländern des EWS das Binnenmarktprogramm und in der Folge auch der Euro nicht realisiert worden. Ergänzt wird die Liberalisierung durch bis in die 1970er Jahre zurückreichende Harmonisierungsbestrebungen. Erst jüngst wurde hierzu der „EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ als bislang umfangreichstes Paket umgesetzt. Zum dritten hat die „Katalysatorenwirkung“ des Euros zur Folge, dass Banken und andere Finanzhäuser aufgrund des verschärften Wettbewerbs gezwungen sind, ihre vormals nationale Ausrichtung auf eine internationalisierte Geschäftsorientierung hin neu zu justieren und ihre Bankdienstleistungen grenzüberschreitend zu erbringen. Dies führt zu einer geographischen Auffächerung des Bankgeschäfts, als „Feed-back“ aber auch zu einer vom Markt ausgehenden Vereinheitlichung von Bankpraktiken und deren Preisgestaltung.⁶

Als Folge dieses Veränderungsprozesses findet ein Umbruch vom bankbasierten zum kapitalmarktbasierten Finanzsystem statt.⁷ Die Hauptunterschiede zwischen bank- und kapitalmarktbasierten Finanzsystemen liegen in der dominierenden Form der langfristigen Unternehmensfinanzierung sowie in den Anforderungen an Informations- und Offenlegungspflichten. Marktbasierte Systeme hingegen sind anpassungsfähiger und flexibler. Für neue Unternehmen und Technologien steht leichter und schneller Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung. Die Kommunikation der Marktteilnehmer erfolgt „at arm's length“, Marktbeziehungen sind nicht langfristig angelegt, auf neue (Markt-) Informationen kann schnell mit den entsprechenden Instrumenten reagiert werden, und die Investition in Finanztitel steht an zentraler Stelle des Wirtschaftsgeschehens. In diesem System haben die bisherigen „Marktoutsider“ Vorteile, weil die Investorenbasis nicht auf einige wenige private oder institutionelle Anleger beschränkt ist und somit nur eine geringfügige „Informationsasymmetrie“ zwischen den Akteuren besteht. Derartige Systeme sind demnach durch hohe Transparenz und Kosteneffizienz gekennzeichnet. Allerdings ist dieses System tendenziell instabiler, da hier eben keine langfristigen Bindungen eingegangen werden. Es sind leichter Fehlbewertungen und Überreaktionen durch Herdenverhalten, Blasenbildung und Ansteckungseffekte möglich, die sich im Extremfall zu einer systemischen Krise ausweiten können.⁸ Im marktbasierten System ergibt sich aber auch für die Banken ein verändertes Aufgabenprofil, da sie selbst zu wichtigen

⁶ Das grenzüberschreitende Angebot an Finanzdienstleistungen nimmt vor allem im Bereich des Großkunden- und Interbankengeschäfts zu. Beispielsweise hat sich das Volumen der Interbankdarlehen in der EWU zwischen 1999 bis 2005 um ca. 50% erhöht. Siehe hierzu die Periodika der EZB, *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*, abrufbar unter <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>.

⁷ Vgl. EZB, *Corporate Finance in the Euro Area, Structural Issues Report*, Frankfurt, Mai 2006, S. 51ff.

⁸ Sachverständigenrat Wirtschaft, *Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen*, Jahresgutachten 2005/2006, Wiesbaden 2005, Ziffer 691.

Akteuren an den Kapitalmärkten werden. Während früher das Kerngeschäft der Banken zum überwiegenden Teil in der Transformation von Kundeneinlagen in langfristige Kredite bestand und handelbare Finanzmarktinstrumente in den Bankbilanzen nur vereinzelt auftauchten, Banken vom Kapitalmarkt und dessen „nervösen“ Entwicklungen somit weitestgehend abgeschottet waren, engagieren sich Banken heute in großem Umfang selbst am Kapitalmarkt und erzielen einen Großteil ihrer Gewinne durch Investmentbanking und marktgestützter Vermögensverwaltung.

Der Umbruch zum kapitalmarktbasierten System wird erstens in einer seit etwa Beginn der 1990er Jahre stattfindenden Marktkonsolidierung deutlich, d.h. die Anzahl der Kreditinstitute nimmt beständig ab. Während in der Eurozone im Jahr 1995 noch etwa 9.500 Banken existierten, waren dies im Jahr 2005 nur noch ca. 6.300. Am stärksten ist diese Entwicklung in Deutschland.⁹ Hier existieren etwa nur noch 60% der Banken, die vor zehn Jahren noch am Markt aktiv waren.¹⁰ Parallel dazu kommt es zweitens zu einer geradezu explosionsartigen Volumensteigerung der Finanz- und Kapitalmärkte: Zum Jahresende 2005 belief sich der ausstehende Wert aller Finanztitel in der EU-15 auf ca. 32,4 Billionen Euro und hat sich damit seit zehn Jahren in etwa verdoppelt.¹¹ In Deutschland hat sich beispielsweise das Fondsvermögen inländischer Investmentfonds seit 1998 von ca. 580 Mrd. Euro auf nunmehr ca. 1 Billionen Euro ebenfalls verdoppelt. Diese Volumensteigerung wird begleitet durch eine wachsende Anzahl von Finanzintermediären, die keine Banken sind, wie beispielsweise Hedgefonds.¹²

III. Die Hedgefonds-Industrie

III.1. Definition von Hedgefonds

Die Bezeichnung „Hedgefonds“ dient als Sammelbegriff für privat gemanagte Investmentgesellschaften, die spezifische Eigenschaften besitzen, die sie von herkömmlichen Investmentgesellschaften unterscheiden.¹³ Ein

⁹ Dieser Trend ist aber auch in allen anderen Staaten der EU zu beobachten.

¹⁰ Vgl. Jean Dermine, *European banking integration: Don't put the cart before the horse, Proceedings of the Conference 'Cross-Border Banking Regulatory Challenges' held by the Federal Reserve Bank of Chicago, 6.-7. October 2005*, Chicago 2005; EZB, *Financial Stability Review*, Frankfurt Dezember 2006, S. 52.

¹¹ Vgl. EZB, *Financial Stability Review*, Frankfurt, Dezember 2006, S. 53.

¹² Dazu unten mehr.

¹³ Es existiert keine allgemeingültige Definition von Hedgefonds, der Begriff ist zudem insofern irreführend, als Hedgefonds heute kaum mehr wirklich „hedge“ (von engl. „to hedge“ = absichern, schützen). Der erste, von A. Winslow Jones im Jahre 1949 gegründete Hedgefonds kaufte unter Einsatz eines hohen „Kredithebels“ Aktien und sicherte sich

Charakteristikum liegt in ihren besonderen Anlagestrategien, mit der sie positive Renditen, unabhängig von einer gegebenen, positiven wie negativen Marktentwicklung, zu erzielen versuchen.¹⁴ Mittlerweile werden diese Anlagestrategien aber von den anderen Marktteilnehmern kopiert, so dass sie nicht mehr als rein „hedgefonds-typisch“ zu bezeichnen sind (s.u.). Die „Paradestrategie“ von Hedgefonds, die sie, auch aufgrund eines Verbots in den meisten Ländern für andere Investmentvehikel unterscheidet ist die sog. „long/short equity“-Strategie. Hierbei versuchen Hedgefonds-Manager Fehlbewertungen an Märkten zu identifizieren und mithilfe von Arbitragegeschäften und Leerverkäufen vom Markt abgekoppelte, also „marktneutrale“ Gewinne zu erwirtschaften.¹⁵ Diese Strategie kombiniert den Kauf und Verkauf von Wertpapieren, wobei als unterbewertet eingeschätzte Titel gekauft und parallel dazu Aktien, die als überbewertet angesehen werden, leer verkauft werden. Beim Leerverkauf („short-selling“) werden Aktien verkauft, die sich nicht im (physischen) Besitz des Verkäufers befinden, sondern geliehen wurden. Die Strategie spekuliert darauf, die Aktien später zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen und dem Verleiher zurückgeben zu können. Voraussetzung ist, dass die Hedgefonds-Manager Kurs- und Preisentwicklungen besser vorhersagen können als andere Marktteilnehmer. Neben der Anwendung von Leerverkäufen ist für Hedgefonds drittens der Einsatz großer „Kredithebel“ („leverage“) typisch. Um aus den verschiedenen Anlagestrategien Gewinne zu erzielen, ist es erforderlich, die einzelnen Positionen in hohem Maße mit Krediten zu finanzieren, also einen hohen „Hebel“ anzusetzen, da bei Arbitragegeschäften normalerweise nur sehr geringe Preisdifferenzen ausgenutzt werden. Hedgefonds zeichnet viertens eine besondere, nämlich stark erfolgsabhängige Gebührenstruktur (üblicherweise 2% laufende Verwaltungskosten und 25% Gewinnanteil), fünftens die weltweite Vorgabe einer Mindestanlage (üblicherweise etwa 100.000\$) sowie sechstens die Beteiligung des Privatvermögens des Hedgefondsmanagers als weitere typische Merkmale aus und sie sind schließlich üblicherweise an Orten mit, sofern vorhanden, niedrigem Regulierungsniveau lokalisiert.

durch den Leerverkauf anderer Wertpapiere in gleicher Höhe gegen Marktrisiken ab.

14 Sehr gute Besprechungen der einzelnen Hedgefonds-Anlagestrategien finden sich bei Dieter Kaiser, *Hedgefonds - Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, 2004, S. 129ff. sowie Michael Busack/Dieter Kaiser, *Alternative Investment-Strategien. Definition, Klassifikation und Anlagetechniken*, in: Michael Busack/Dieter Kaiser (Hg.), *Handbuch Alternative Investment*, 1. Aufl., Bd. 1, Wiesbaden 2006, S. 5 – 31.

15 Die klassische Definition von Arbitrage ist der gleichzeitige Kauf und Verkauf von Finanzaktiva an unterschiedlichen geographischen Orten. Arbitrage bezeichnet heute jedoch nicht mehr das Ausnutzen von Preisunterschieden an geographischen Orten, sondern eher von Preisunterschieden zu unterschiedlichen Zeitpunkten, wenn beispielsweise zwei Anleihen mit gleicher Bonität desselben Emittenten mit verschiedenen Laufzeiten bei flacher Zinsstrukturkurve (Papiere mit langen Laufzeiten sind höher verzinst als Papiere mit kurzen Laufzeiten) unterschiedlich rentieren.

III.2. Hedgefonds als Akteure am Finanzmarkt

Die Herausbildung eines kapitalmarktorientierten Finanzsystems in Kontinentaleuropa hat zwei Folgen. Zum einen treten, vom Wachstum angezogen und dieses gleichzeitig verstärkend, neue Finanzmarktakteure auf den Plan, die sich am Markt anders verhalten als herkömmliche Teilnehmer: Beispielsweise werden Unternehmensbeteiligungen nicht, wie von strategischen Investoren mit dem Ziel der Erschließung neuer Märkte oder der Expansion des Unternehmens erworben, sondern erfolgen aus einem Kalkül der Vermögens- bzw. Finanzanlage, also aus spekulativen Gründen. Dies ist per se nicht negativ zu bewerten. Denn kein Investor würde in ein Unternehmen einsteigen, von dem er nicht überzeugt wäre, dass sich der Wert des Unternehmens steigern ließe. Solche Finanzinvestoren sind jedoch keineswegs eine homogene Gruppe. Investment- und Pensionsfonds zählen genauso dazu, wie *Private Equity*-Gesellschaften und eben auch Hedgefonds. Deren vermehrtes Auftreten stellt neue Anforderungen an die Unternehmensleitung und *Corporate Governance* börsennotierter Unternehmen. Dazu gehört die Ausrichtung der Unternehmen auf die Wertschöpfung im Anlegerinteresse (*shareholder value*), wie auch erfolgsabhängige Vergütungsstrukturen, höhere Transparenz und internationale Harmonisierung und Vergleichbarkeit der internen Rechnungslegung und Unternehmensberichterstattung.¹⁶ Zum zweiten werden ständig neue Finanzmarktinstrumente entwickelt, mit denen sich Unternehmen am Kapitalmarkt finanzieren können. Da nun auch herkömmliche Banken in solche teils hochkomplexen Instrumente investieren, werden auch Unternehmen ohne direkten Zugang zu den Kapitalmärkten (also ohne die Emission von Aktien oder Unternehmensanleihen) tangiert, da deren Kreditkonditionen von dem Engagement ihrer Hausbank an den Finanzmärkten und der dort absolvierten - positiven wie negativen - Performance abhängen.

Warum dies so ist, kann anhand von Kreditderivaten und -verbriefungen exemplarisch verdeutlicht werden.¹⁷ Diese Instrumente, bzw. die in sie auf breiter Basis erfolgten Investitionen, waren letztlich der Auslöser der amerikanischen Hypothekenkrise und damit auch des Zusammenbruchs internationaler wie auch deutscher Finanzinstitute wie der Mittelstandsbank IKB und der Sachsen LB.

Kreditderivate sind im Grunde ein Instrument zum Risikotransfer und funktionieren wie folgt. Bei einer Kreditvergabe verlangt der Kreditnehmer üblicherweise dingliche oder finanzielle Sicherheiten. Kreditderivate besitzen zwei besondere Merkmale: sie ermöglichen zum einen die Loslösung des Kreditrisikos von der zugrunde liegenden Kreditbeziehung.

¹⁶ Sachverständigenrat, *Die Chancen nutzen* [wie Fn. 12], Ziffer 691; Deutsche Bundesbank, *Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (corporate governance)*, Monatsbericht Mai, Frankfurt 2005, S. 93 – 106.

¹⁷ Deutsche Bundesbank, *Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität*, Monatsbericht April, Frankfurt 2004, S. 27 – 45; Deutsche Bundesbank, *Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt*, Monatsbericht Dezember, Frankfurt 2004, S. 43 – 58.

Mit ihnen kann sich ein Sicherungsnehmer (Sicherungskäufer) gegen Risiken aus einer Kreditbeziehung absichern. Dafür bezahlt er dem Sicherungsgeber (Sicherungsverkäufer) eine Prämie. Die transferierten Risiken werden vorab als „Kreditereignisse“ definiert und bestehen normalerweise in Zahlungsverzug, Zahlungsausfall oder Insolvenzanträgen. Bei Eintritt eines Kreditereignisses verpflichtet sich der Sicherungsgeber, eine Kompensationsleistung - beispielsweise in Form der Übertragung von Wertpapieren oder einer Geldzahlung - an den Sicherungsnehmer zu leisten. Zweitens wird durch Kreditderivate das separierte Kreditrisiko an den Finanzmärkten wie herkömmliche Finanzaktiva handelbar. Sie beeinflussen damit – über die Richtungsentwicklungen der Kapitalmärkte - rückwirkend auch die Konditionen für „normale“ Bankkredite.

Aus Sicht des Sicherungsnehmers haben Kreditderivate erstens den Vorteil, Risiken besser diversifizieren zu können und die Abhängigkeit von einem das Portfolio dominierenden Einzelrisiko, von einem einzelnen zahlungsunfähigen Schuldner oder von einer bestimmten Branche oder Region reduzieren zu können. Das durch die Auslagerung von Risiken freigewordene Eigenkapital kann zweitens für weitere Kreditvergabe genutzt werden.¹⁸ Während Geschäftsbanken traditionellerweise ihre Einlagenbasis verwendet haben, um überhaupt in Kredit- und Darlehensgeschäfte einsteigen zu können, bietet sich ihnen durch Kreditderivate die Möglichkeit, die Darlehen bzw. deren Ausfallrisiken aus den Bankbilanzen zu „entfernen“, indem sie eben die Kreditrisiken an andere Marktteilnehmer, beispielsweise Hedgefonds, verkaufen. Hedgefonds sind somit für das Bankgeschäft von zweifachem Nutzen: Erstens reduzieren sie das Kreditrisiko der Banken, indem sie bestimmte Forderungen aus deren Bankbilanzen übernehmen und erhöhen zum anderen die Liquidität von Banken, indem sie am Markt für Kreditverbriefungen als Gegenpartei auftreten.

Kreditderivate sind das weltweit am schnellsten wachsenden Finanzmarktsegment. Das Volumen der sich im Umlauf befindlichen CDS ist im Zeitraum von 2002 bis 2006 von 2 auf mehr als 34 Billionen US-\$ angewachsen, wobei allein von 2005 bis 2006 eine Volumenverdopplung stattgefunden hat.¹⁹ Als Kontrahenten deutscher Kreditinstitute und dabei vor allem als Sicherungsgeber treten neben ausländischen Banken zunehmend institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Versicherungen und Hedgefonds auf, wobei vor allem die Handelsaktivität letzterer zu starken Veränderungen bei den Prämien geführt hat.²⁰ Deutsche Kreditinstitute sind in beachtlichem Umfang am Handel von Kreditrisiken beteiligt. Der deutsche Anteil am Gesamtvolumen beträgt etwa 13%.²¹

Erwähnung verdienen in diesem Kontext noch die neuen Eigenkapital-

¹⁸ Vgl. Sachverständigenrat, *Die Chancen nutzen* [wie Fn. 12], Ziffer 688.

¹⁹ Zur Veranschaulichung sei darauf hingewiesen, dass das BIP Deutschlands per Jahresende 2005 umgerechnet ca. 3,06 Bill. US-\$ betragen hat.

²⁰ Vgl. Website der International Swaps and Derivatives Association: <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-historical-data.pdf>

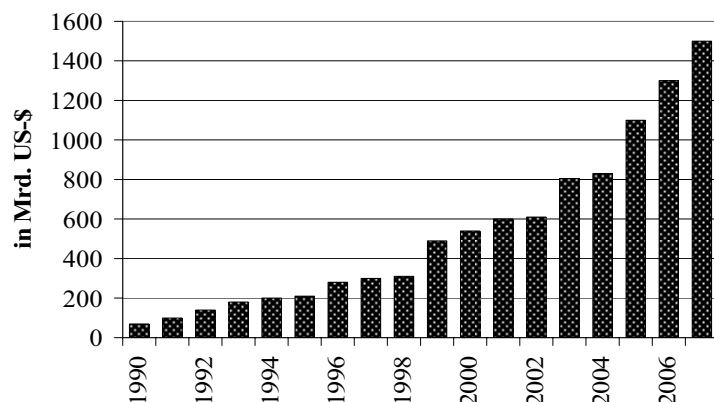
²¹ Vgl. Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD), *Finanzstandort Deutschland, Bericht Nr. 3/2007*, Frankfurt 2007.

vorschriften von „Basel II“, die die Anreize zum Einsatz von Kreditderivaten beträchtlich erhöhen, da es die bisherige Unterscheidung zwischen ökonomisch und regulatorisch erforderlichem Eigenkapital nicht mehr geben wird, sondern die Eigenkapitalanforderungen zwischen der Kreditwürdigkeit der Schuldner diskriminieren. Mit Basel II erhöht sich daher der Anreiz, die Kreditrisiken auf unregulierte Nichtbanken mit hoher Bonität wie beispielsweise Hedgefonds zu transferieren, da die Eigenkapitalunterlegung nur noch auf das Ausfallrisiko des Kontrahenten allgemein abstellt und nicht zwischen Banken und Nichtbanken unterscheidet. Es darf daher auch weiter mit einer höheren Anzahl an Banken als Teilnehmer an den Märkten für Kreditrisikotransfer gerechnet werden.²²

III.3. Marktvolumen von Hedgefonds

Das Anlagevolumen von Hedgefonds, also das von Kunden eingebrachte und dann verwaltete Vermögen ist in der Vergangenheit stark angewachsen. Ab dem Jahr 2003 ist eine Wachstumsbeschleunigung festzustellen, die durch die schlechte Entwicklung an den Aktienmärkten und ein niedriges Zinsumfeld bei festverzinslichen Wertpapieren ausgelöst wurde und die Investoren nach alternativen Anlagemöglichkeiten suchten. Es wird geschätzt, dass das Anlagevolumen der Hedgefonds heute weltweit zwischen 1,6 und 2 Bill. US-\$ einnimmt und es weltweit etwa 9.000 Hedgefonds gibt. Weit mehr als die Hälfte aller globalen Hedgefonds ist *offshore*, also an unregulierten Finanzstandorten registriert.²³

Abbildung 1: Anlagevolumen von Hedgefonds weltweit



Quelle: eigene Darstellung nach Angaben der Website der Hedgefonds-Plattform *Greenwich Alternative Investment*:

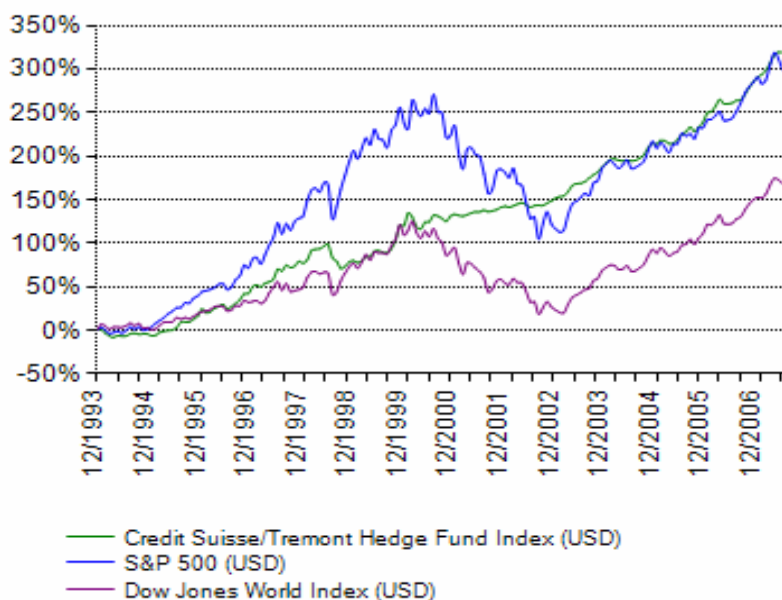
<http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhindex49.aspx?vNode=8&vChild=9>

²² Auf der anderen Seite enthält „Basel II“ auch Bestimmungen zur indirekten Regulierung von Hedgefonds, worauf später noch eingegangen werden wird.

²³ Vgl. Financial Stability Forum (FSF), *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*, 19. Mai 2007; EZB, *Financial Stability Review*, Frankfurt Juni 2007, S. 49ff.

Auch wenn der Hedgefonds-Index in Abbildung 2 mit Vorsicht zu genießen ist²⁴, zeigt die Graphik, dass Hedgefonds gerade in der Zeit der Kapitalmarktbaisse nach 2001 in der Lage waren, selbst in fallenden Märkten positive Renditen zu erzielen. Ihre Renditeentwicklung in diesem Zeitraum verläuft stetig und ist mit den Schwankungen der Kapitalmärkte (blaue und violette Linie) nicht korreliert. Es bleibt allerdings abzuwarten, wie diese Entwicklung in Zukunft verlaufen wird, da es immer unwahrscheinlicher wird, dass die Expertise und das „Können“ der Hedgefonds-Manager den Markt in Zukunft in so eindrücklicher Weise wird schlagen können wie in der Vergangenheit, gerade wenn davon auszugehen ist, dass das „normale“ Investmentgeschäft zu den Hedgefonds aufschließt (s.u.).

Abbildung 2: kumulative Renditen von Hedgefonds im Vergleich zu S&P 500 und Dow Jones



Quelle: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index:

<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/secure/de/indexdetail.aspx?IndexName=HEDG&cy=USD>

Die europäische Hedgefonds-Branche nimmt sich im globalen Maßstab vergleichsweise bescheiden aus. Obwohl das Wachstum des Hedgefonds-Managements in Europa in den letzten Jahren stärker war als in den USA,

²⁴ Etwa die Hälfte aller Hedgefonds wird in den Index nicht einbezogen, er gibt zudem nicht die „Überlebensrate“ von Hedgefonds wider. Im Jahre 2005 sind zwar 2600 neue Fonds aufgelegt worden, aber gleichzeitig 1100, sei es aus Erfolgs- oder Verlustgründen, geschlossen worden. Vgl. John Gieve, *Hedge Funds and Financial Stability*, in: Bank of England (Hg.), *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, Nr. 2006/4, London 2006, S. 447 – 451 sowie Website von Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index.

hat heute nach wie vor nur etwa jeder zehnte Fonds seinen Sitz in der EU. Im Jahre 2006 gab es etwa 1250 Hedgefonds, die ihren Sitz in der EU hatten, oder aus einem ihrer Finanzzentren heraus verwaltet wurden. Alle zusammen verwalteten ein Vermögen von etwa 325 Mrd. US-\$.

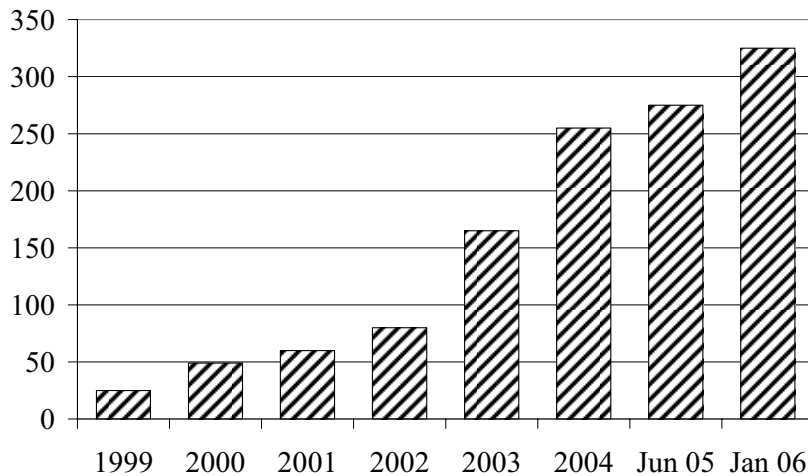
Großbritannien verfügt insofern über eine Sonderstellung, als London für die Hedgefonds-Branche der wichtigste Standort in Europa ist. Ursache hierfür ist, dass die Stadt nach New York das weltweit zweitgrößte Finanzzentrum ist; in der City wird etwa ein Drittel der gesamten britischen Einkommenssteuer generiert. Allerdings befindet sich dort meist nur das Management eines Fonds, das die wichtigsten Anlageentscheidungen trifft. Der Hedgefonds selbst, als rechtlich separate Institution, der die Verwaltungsfunktionen ausführt, ist in *off-shore*-Zentren beheimatet, um von den dort herrschenden niedrigen Regulierungsstandards oder, sofern überhaupt vorhanden, niedrigem Steuerniveau zu profitieren. Etwa vier Fünftel des Vermögens aller in der EU lokalisierten Hedgefonds werden von Großbritannien aus verwaltet. Die City ist darüber hinaus das führende Zentrum für Hedgefonds-Dienstleister bzw. *prime broker*.²⁵ Über 90% der EU-*prime brokerage* werden ebenfalls aus London heraus getätigt. Auf den Rängen zwei und drei in der europäischen Hedgefonds-Branche folgen Luxemburg und Irland.²⁶ Auch wenn das absolute Anlagevolumen von Hedgefonds hoch anmutet, ist ihr Anteil an der Gesamtsumme aller von Investmentfonds investierten Mittel gering, welche sich im Zeitraum von 1995 bis 2005 vervierfacht haben und zu Jahresende 2005 6,5 Billionen Euro ausmachten. Hedgefonds haben also in der EU einen Marktanteil von nur 5% am gesamten Anlagevolumen der Investmentbranche.²⁷

²⁵ Siehe zu einer Erläuterung von „prime broker“ unten.

²⁶ Report of the Alternative Investment Expert Group, *Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*,
<http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf> (Zugriff am 4.12.2007) Juli 2006, S. 13ff.

²⁷ Vgl. Europäische Kommission, *Financial Integration Monitor*,
<http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/060728fim_en.pdf>, (Zugriff am 14.10.2007), Brüssel 2006.

Abbildung 3: Anlagevolumen von Hedgefonds in der EU-15



Quelle: Eigene Darstellung nach Report of the Alternative Expert Group, 2006, a.a.O., S. 13.

Angesichts dieser Dimensionen fristet die deutsche Hedgefonds-Branche ein geradezu zwergenhaftes Dasein. Seit es zum 1. Januar 2004 rechtlich möglich wurde, deutsche Hedgefonds aufzulegen, haben bis zum März 2007 von dieser Möglichkeit gerade einmal 25 Single-Hedgefonds und 15 Dach-Hedgefonds Gebrauch gemacht.²⁸ Gegen Jahresende 2006 sind etwa 2,78 Mrd. € in Deutschland zugelassenen Hedgefonds angelegt. Davon entfallen 1,35 Mrd. € auf Single- und 1,43 Mrd. € auf Dach-Hedgefonds. In Deutschland bleibt die indirekte Anlage in Hedgefonds durch die Nutzung von Zertifikaten weiterhin wichtiger als die direkte Anlage.²⁹ Schätzungsweise belief sich bis Jahresende 2006 die indirekte Anlage in Hedgefonds auf etwa 19 Mrd. Euro.³⁰ Nur wenige deutsche Kreditinstitute haben nennenswerte Kreditbeziehungen zu Hedgefonds, auch Beteiligungen am Kapital von Hedgefonds sind sehr begrenzt. Die Bundesregierung schätzt, dass das Volumen der Kreditvergabe deutscher Banken an Hedgefonds per Jahresende 2006 unter 3 Mrd. € gelegen haben dürfte. Die Gesamtkreditvergabe deutscher Banken an Nichtbanken betrug zum selben Zeitpunkt 3,5 Bill. Euro.³¹

²⁸ Siehe hierzu die entsprechende Liste der BaFin:

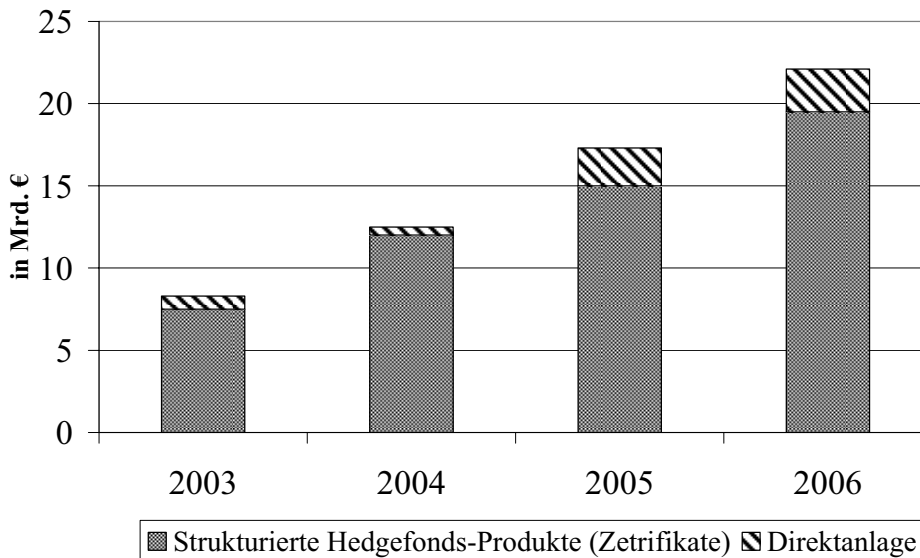
http://www.bafin.de/datenbanken/inland_sondervermoegen.pdf

²⁹ Normalerweise handelt es sich bei Hedgefonds-Zertifikaten um Inhaberschuldverschreibungen, die von deutschen Emittenten begeben werden und deren Wert an die Entwicklung bestimmter Hedgefonds-Indizes gekoppelt ist. Diese Indizes wiederum bilden die Wertentwicklung eines festgelegten Portfolios von Hedgefonds ab. Vgl. Edgar Wallach, *rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen für Hedge Funds in Deutschland*, in: Dichtl, Huber / Kleeberg, Jochen / Schlenger, Christian (Hg.), *Handbuch Hedge Funds*, Bad Soden/Ts 2005, S. 55 – 90.

³⁰ IFD, *Finanzstandort Deutschland* [wie Fn. 19], S. 32 sowie die Jahresberichte 2004, 2005 und 2006 der BaFin, Rubrik „Hedgefonds“.

³¹ Deutscher Bundestag, *Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Dr. Hermann Otto*

Abbildung 4: Anlagevolumen von Hedgefonds in Deutschland



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an IFD (2007), a.a.O., S. 32.

III.4. Strukturwandel in der Hedgefonds-Industrie

Die Hedgefonds-Branche durchläuft, wie die gesamte Finanzindustrie, nicht nur einen reinen Wachstums-, sondern auch einen strukturellen Wandel bzw. einen „Reifeprozess“: Erstens verändert sich die Investorenbasis. Das heute von vermögenden Privatpersonen eingebrachte Geld beträgt nur noch etwa 40% des gesamten Anlagevolumens (im Gegensatz zu 60% im Jahre 1997). Der Großteil der Investoren sind „institutionelle“ Großinvestoren, v.a. Pensionsfonds und Lebensversicherungen, von denen in der EU mehr als die Hälfte (51%) bereits in Hedgefonds (und dabei vor allem in sog. „Dachfonds“) investiert hat. Allein die Pensionskassen werden in Zukunft für etwa die Hälfte des Geldzuflusses in die Hedgefonds-Industrie verantwortlich sein.³² Der Trend einer „Institutionalisierung“ hat Konsequenzen für die Industrie als solche, und ist für die Frage der Regulierung von Fonds von zentraler Bedeutung. Denn durch ihn stehen Hedgefonds heute unter verschärfter Beobachtung seitens des professionellen Anleger-Managements. Diese sind hinsichtlich Informationen über Anlagestrategie, Transparenz und Risikomanagement weit anspruchsvoller als Privatanleger und müssen dies von Gesetzes wegen auch sein. Darüber hinaus haben sie eine Präferenz für gleichmäßige und risikofreie Erträge, auch wenn dies zu Lasten der Rendite gehen kann.³³ Diese

Solms, Carl-Ludwig Thiele, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Drucksache 16/4085
„Transparenz bei Hedgefonds“, Berlin 2007.

³² Report of the Alternative Investment Expert Group, Hedge Funds [wie Fn. 26], S. 10ff.

³³ IFD, Leitlinien für mehr Transparenz über Hedgefonds, IFD Positionspapier zur Transparenzinitia-

Institutionalisierung bewirkt eine „Professionalisierung“ des Hedgefonds-Managements selbst, da institutionelle Investoren ein hochqualifiziertes Management mit entsprechenden Mitarbeiterzahlen, Know-how und technischer Infrastruktur einfordern. Zum Trend einer „Institutionalisierung“ und „Professionalisierung“ passt ins Bild, dass drittens immer mehr Fonds an die Börse streben, um sich durch den öffentlichen Vertrieb ihrer Zertifikate neue Finanzierungsquellen zu erschließen. Durch Anleiheemissionen bzw. Börsennotierungen sind die Fonds automatisch Gegenstand gesetzlicher Offenlegungsanforderungen wie jede andere Kapitalgesellschaft auch. Ein viertes Merkmal des Strukturwandels ist eine, zur Gesamtentwicklung in der Finanzindustrie analoge Marktkonsolidierung, die Rückschlüsse auf eine sich abzeichnende Marktsättigung zulässt: Im Jahre 2006 stellten die 100 größten Hedgefonds etwa zwei Drittel des gesamten Kapitals, während es 2003 nur 54% waren. Die größten Fonds verwalten jeweils etwa zwischen 20 und 30 Mrd. US-Dollar.³⁴ Schließlich kann fünftens von einer zunehmenden Verschränkung des Hedgefonds- und des Bankgewerbes gesprochen werden, da sich traditionelle Investmentbanken zunehmend derjenigen Strategien bedienen, die vormals exklusiv von Hedgefonds genutzt wurden, um dieselben „überdurchschnittlichen“ Renditen zu erzielen. Mit dieser Verschränkung wird eine Entwicklung rückgängig gemacht, die etwa am Anfang der 1990er Jahre begonnen hat. Denn Hedgefonds entspringen ursprünglich aus den Investmentbankingabteilungen global tätiger Großbanken. Als im Zuge der technologischen Entwicklungen immer kompliziertere Finanzprodukte und -strategien auf den Markt kamen, deren Handling nur mit modelltheoretisch hochgezüchteten Computerprogrammen möglich war, standen plötzlich diejenigen Mitarbeiter im Mittelpunkt der Finanzbranche, die über ein entsprechendes Know-how verfügten. Obwohl die Banken mit hohen Gehältern dagegenhalten wollten, machten sich viele dieser Mitarbeiter selbständig und legten privat ihre eigenen Hedgefonds auf. Die Hedgefonds-Branche wird demzufolge auch als „Investmentbank-Diaspora“ bezeichnet. Dies erklärt, warum Hedgefonds a) oft innovativer, schneller und gewinnbringender sind als herkömmliche Banken und b) warum ihre Manager derart hohe Einkommen erzielen können. Heutzutage ist die Bankbranche ihrerseits bemüht, entsprechende Mitarbeiter mit hohen Gehaltszahlungen wieder zurückzugewinnen, selbst Hedgefonds aufzulegen oder zumindest hedgefondsähnliche Strategien anzuwenden, was ihnen angesichts ihres finanziellen Spielraumes und ihrer Marktpräsenz auch zunehmend gelingt. Zudem gibt es immer weniger „Spezialwissen“, das auf einen engen Personenkreis beschränkt ist. Banken fällt es zunehmend leichter, die entsprechenden Mitarbeiter zu rekrutieren. Außerdem sollte nicht vergessen werden, dass sie in ihrer Rolle als „prime broker“ mit Gebühren, die sie für das Management des Hedgefonds-Portfolios einnehmen, einer der Hauptnutznießer des Hedgefonds-Booms sind. Manche

tive der G7, Berlin April 2007.

³⁴ FSF, *Highly Leveraged Institutions* [wie Fn. 23], S. 9.

Beobachter gehen davon aus, dass in einigen Jahren nur noch einige große Hedgefonds-Akteure am Markt sein werden und der Rest in Großbanken inkorporiert sein wird.³⁵

III.5. Die Auswirkungen von Hedgefonds auf die Stabilität des Finanzsystems

Angesichts der nur geringen Größe der deutschen Hedgefonds-Branche und des dabei offenkundig werdenden Missverhältnisses zwischen ihr und der Intensität der hierzulande über sie geführten Debatte muss die Frage geklärt werden, inwiefern Hedgefonds überhaupt (negative) Auswirkungen auf die Wirtschaft haben können und damit staatliches Eingreifen rechtfertigen.

III.5.1. Positive Auswirkungen

Am Beispiel der Finanzderivate wurde bereits gezeigt, wie Hedgefonds positiv auf das Finanzsystem wirken können: Durch das Auslagern des Marktrisikos und die Verteilung des Risikos auf mehrere Akteure bei gleichzeitiger Liquiditätszufuhr erhöht sich die Stabilität von Finanzsystemen deutlich. Oftmals sind es gerade die Hedgefonds, die die hochkomplexen Märkte wie Derivatmärkte mit Liquidität versorgen, wodurch die riskanteren Finanztransaktionen aus Großbanken ausgelagert werden. Das wiederum hat zur Folge, dass die Volatilität der Finanzmärkte durch Hedgefonds verringert wird, da diese nicht den vorherrschenden Markttrends folgen, also eben nicht Kaufpositionen in ansteigenden Märkten eingehen und Verkaufspositionen in fallenden, sondern oftmals einen „Gegenpol“ zum *mainstream* darstellen. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie Märkte gerade zu dem Zeitpunkt mit Liquidität versorgen, wenn sich andere Marktakteure risikoscheu verhalten. Da durch Hedgefonds mehr Teilnehmer am Markt vorhanden sind, verbessert sich als weiterer Vorteil die Qualität und Transparenz des Preisbildungsprozesses. Die Finanzmarkteffizienz nimmt somit zu. In Kombination mit ihrem Bestreben, Überschussrenditen zu erzielen, führt dies dazu, dass Differenzen zwischen Preisen für gleiches Risiko an den verschiedenen Märkten von Hedgefonds „wegarbitriert“ werden können. Dies kann zudem für die Integration der Finanzmärkte positive Auswirkungen haben.³⁶

Neben den Auswirkungen auf die Finanzstabilität können Hedgefonds noch auf andere Weise positiv auf den Standort Deutschland wirken. Dies macht das Beispiel Großbritanniens deutlich. Hier wurden, nach dem Debakel des Austritts des Pfund Sterlings aus dem Europäischen Währungssystem am 16. September 1992 vielfältige liberale Finanzmarktstre-

³⁵ Vgl. Gieve, *Hedge Funds and Financial Stability* [wie Fn. 24], S. 447ff.

³⁶ Vgl. EZB, *Hedgefonds: Entwicklungen und wirtschaftspolitische Implikationen*, in: Monatsbericht Januar, Frankfurt 2006, S. 71 – 86; Tomas Garbaravicius/Frank Dierick, *Hedge Funds and their implications for financial stability*, in: EZB (Hg.), *Occasional Paper*, Nr. 34, Frankfurt 2006.

formen durchgeführt, die der City of London, ohnehin schon eines der bedeutendsten Finanzzentren, weitere Schubkraft verliehen und das bis heute anhaltende Wachstum ermöglichen. In der City sind alle wichtigen Akteure der Finanzwelt vertreten und sie ist eines der Stützpfeiler der britischen Wirtschaft, sowohl, was die Zahl der Arbeitsplätze, als auch die Generierung von Steuern anbetrifft. Würde in Deutschland die Finanzgesetzgebung für Hedgefonds verschärft werden, so bestünde Gefahr, dass eine Vielzahl von positiven „Zweitrundeneffekten“ nicht zum Tragen kommen würde und der ohnehin schon im internationalen Vergleich unterentwickelte Finanzstandort Deutschland weiter in Rückstand geraten würde. Im Jahr 2003 wurde die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ gegründet, die bislang größte und umfassendste Initiative der deutschen Finanzwirtschaft unter Beteiligung des Bundesfinanzministeriums und der Deutschen Bundesbank mit dem Auftrag, die deutsche Finanzbranche zu stärken. Die Forderung nach einer schärferen Regulierung von Hedgefonds in Deutschland muss demnach im Bewusstsein erfolgen, dass eine übermäßig restriktive Finanzmarktgesetzgebung Gefahr laufen kann, die Entwicklung eines modernen Finanzplatzes zu unterminieren.

III.5.2. Negative Auswirkungen

Dennoch, wo sich Chancen ergeben, bestehen Risiken. Hedgefonds haben das Potential, sich negativ auf die Wirtschaft auszuwirken. Dies kann auf dreifache Weise geschehen. Der unmittelbarste Schaden entsteht dadurch, dass die Anleger ihr Geld verlieren, weil ein Fonds Verluste macht oder ganz ausfällt. Dies soll hier aber nicht weiter erörtert werden und steht auch nicht im Kern der Regulierungsdiskussion, weil es sich dabei um einen in marktwirtschaftlichen Systemen „normalen“ Vorgang handelt, der keine staatliche Regulierung rechtfertigt. Allerdings gehen von Hedgefonds spezifische gesamtwirtschaftliche bzw. systemische Risiken aus: einmal durch eine „direkte“ Wirkungsweise auf die anderen mit ihnen im Geschäft stehenden Marktteilnehmer (also Großbanken und internationale Wertpapierhäuser, die sog. *prime broker*) und durch eine „indirekte“ Wirkungsweise auf das Finanzsystem als Ganzes und dessen Stabilität.

Prime broker sind für Hedgefonds von eminent wichtiger Bedeutung. Zum einen sind sie die Hauptkreditgeber der Branche, zum anderen lassen sich als „*prime brokerage*“ alle diejenigen Dienstleistungen von Investmentbanken bezeichnen, auf die Hedgefonds bei Ausführung ihrer Geschäfte angewiesen sind. Darunter fallen die administrative und juristische Abwicklung von abgeschlossenen Wertpapiergeschäften (Besitzübertragung) sowie die Registrierung und Verbuchung von Finanztransaktionen und die Bereitstellung von Buchungskonten. *Prime broker* versorgen Hedgefonds mit Liquidität und verleihen ihnen Wertpapiere bei Leerverkäufen. Durch die Verwahrung der Vermögenswerte der Hedgefonds und die Berechnung des im Fondsvermögen vorhandenen Risikos kann der *prime broker* beispielsweise erkennen, welche Sicherheiten ein Fonds bei

Aufnahme eines Kredites stellen kann. Schließlich stellt der *prime broker* dem Hedgefonds technologische Infrastruktur und Finanzanalysen zur Verfügung und vermittelt Kapitalgeber.³⁷

Prime broker und Banken sind daher aufgrund ihrer Rolle als Kapitalgeber einem direkten unternehmerischen „Gegenparteienrisiko“ im Geschäft mit Hedgefonds ausgesetzt.³⁸ Ein Hedgefonds kann, wie jeder andere Kreditnehmer auch, zahlungsunfähig werden bzw. in die Lage geraten, die ihm aus einem Kreditbesicherungsgeschäft erwachsenen Verpflichtungen nicht erfüllen zu können, was dann zu Verlusten auf Seiten des Kreditgebers führt. Allerdings wird dieses Risiko als relativ niedrig eingeschätzt: Im Jahr 2005 hat die EZB eine Umfrage unter den Großbanken des Euroraums durchgeführt, inwiefern sie Marktrisiken durch Hedgefonds (sog. *risk exposure*) ausgesetzt sind. Dabei hat sich ergeben, dass das *risk exposure* gegenüber Hedgefonds prozentual an der gesamten Bilanzsumme vergleichsweise gering ist.³⁹

Die indirekten Risiken von Hedgefonds für das Finanzsystem sind die gefährlicheren und auch diejenigen, die im Mittelpunkt der Regulierungsdebatte stehen sollen. Die Übertragung von Risiken auf Akteure außerhalb des Banksystems (die unter Umständen ihrerseits über kein angemessenes Risikomanagement verfügen und zudem nur einer geringen oder gar keiner Aufsicht unterworfen sind), kann zu einer Erhöhung der im gesamten Finanzsystem akkumulierten Risiken führen. Im Falle von Kreditderivaten zum Beispiel besteht das Risiko darin, dass der Sicherungsverkäufer nicht in der Lage ist, die vertraglich fixierte Kompensationszahlung bei Eintritt eines Kreditereignisses zu leisten. So verlockend es auch erscheinen mag, Risiken „auslagern“ und „transferieren“ zu können, sie sind damit natürlich nicht aus der Welt geschafft. Das Gefährdungs- bzw. Destabilisierungspotential liegt dann darin, dass ein Marktaustritt eines einzelnen Akteurs zum „Austrocknen“ eines Marktes führen kann, das zur Folge hat, dass Finanztransaktionen aller Teilnehmer aufgrund mangelnder Marktliquidität nur zu einem schlechteren Preis als erwartet abgeschlossen werden können oder dass ein Markt in letzter Konsequenz vollständig zusammenbricht. Es existieren drei Gründe, warum von Hedgefonds hier eine gesonderte Gefahr ausgeht: Zum einen ist das Kreditbesicherungsgeschäft ein hochgradig konzentrierter Markt. Die wenigen dort auftretenden Akteure fungieren sowohl als Sicherungsnehmer wie auch Sicherungsgeber. Durch den hohen Konzentrationsgrad ist eine Streuung der ausgelagerten Risiken auf mehrere Institute nur begrenzt möglich. Das systemische Schadenspotential einer hohen Marktkonzentration stellt sich aus Sicht der Finanzstabilität jedoch

³⁷ Vgl. EZB, *Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union*, Monatsbericht April, Frankfurt 2005, S. 85 – 98.

³⁸ EZB, *Hedgefonds and their implications for financial stability*, Occasional Paper, Nr. 34, Frankfurt 2005; Banque de France *Financial Stability Review*, April, Special Issue on Hedge Funds, Paris 2007.

³⁹ Vgl. EZB, *Large EU Bank's Exposure to Hedge Funds*, Sonderveröffentlichung, Frankfurt 2005.

negativ dar. Dies steht im Widerspruch mit dem oben Gesagten, nämlich dass Hedgefonds die Stabilität des Finanzsystems fördern können. Daher ist der Gesamteffekt von Hedgefonds auf die Stabilität des Finanzsystems nicht eindeutig zu beurteilen, sondern es bewahrheitet sich einmal mehr der simple ökonomische Zusammenhang: Das Auftun von Chancen bedingt logischerweise die Existenz von Risiken.

Zweitens ist es das Tätigen von Leerverkäufen, was die Rolle von Hedgefonds in einem kritischen Licht erscheinen lässt: Das Gewinnpotential kann dabei maximal 100% annehmen, wenn der Kurs der Aktie beim Rückkauf auf 0 gefallen ist, denn dann entspricht der Gewinn exakt dem Verkaufserlös minus einer Bearbeitungsgebühr. Das Verlustrisiko allerdings ist unendlich, wenn der Kurs der Aktie entgegen der Annahme steigt, weil der Hedgefonds dann ein Finanztitel zu einem höheren Preis als den Kaufpreis an den Verleiher zurückgeben muss. Die Kritik bezieht sich zudem darauf, dass der Einsatz von Leerverkäufen die Aktienkurse auf ein künstlich niedriges Niveau drücke und die Volatilität der Finanzmärkte erhöhe. Allerdings kann ebenso argumentiert werden, dass übertriebene Aktienkurse korrigiert werden und so zur Effizienzsteigerung der Finanzmärkte beigetragen wird. Zudem ist es ja gerade ein Merkmal gut funktionierender und effizienter Kapitalmärkte, dass Arbitrage betrieben werden kann, um Bewertungs- und Preisunterschiede zu kompensieren. Darüber hinaus muss angemerkt werden, dass neben Hedgefonds auch andere Marktteilnehmer an Leerverkäufen beteiligt sind. Zwar sind Leerverkäufe für Investmentfonds als Kapitalanlagegesellschaften, die ihre Geschäftstätigkeit in erster Linie auf die Bündelung, Verwaltung und Anlage von Investoren-Geldern in Wertpapieren legen, in Deutschland per Gesetz verboten, trotzdem nehmen sie indirekt an diesen Geschäften teil, da sie ihre Portfolios im Rahmen der Wertpapierleihe zur Verfügung stellen und dabei auch eine Leihgebühr gutgeschrieben bekommen.

Problematisch zu sehen ist drittens der von Hedgefonds eingesetzte Kredithebel bei gleichzeitiger Verpflichtung auf die Erzielung absoluter – also vom Markt unabhängiger – Renditen. Der Hedgefonds-Manager steht daher unter dem permanenten Druck, im Vergleich zu den anderen Marktteilnehmern besonders gewinnträchtige und damit eben besonders riskante Anlagestrategien zu verfolgen. Hedgefonds sind ständig darauf angewiesen, dass ihnen neues Kapital zur Verfügung gestellt wird, da ansonsten die Gefahr besteht, die vertraglichen Verpflichtungen nicht ausreichend erfüllend zu können oder sogar ganz auszufallen. Damit zusammenhängend ist der Anteil der Hedgefonds am gesamten aggregierten *Anlagevolumen* der Investmentbranche nach wie vor gering, ihr Anteil am *Handelsvolumen* bzw. die Umschlaghäufigkeit ihres Portfolios aber sehr hoch (auf dem Kreditderivatemarkt fast 60%). Durch ihren innovativen und risikofreudigen Charakter verfügen sie über eine schnellere Reaktionszeit, sodass von ihnen außerdem eine Signalwirkung auf die anderen Marktteilnehmer ausgehen kann, welche ihrerseits die Hedgefonds-Strategien kopieren. Damit wird ein Problem virulent, dass in der Fachwelt als „crowded trades“ oder auch als „Herdenverhalten“ bezeichnet

wird. Als „crowded trade“ kann eine Situation bezeichnet werden, in der mehrer Akteure gleichgerichtete und korrelierte Handelsstrategien über verschiedene Märkte hinweg verfolgen, und das dabei erreichte Handelsvolumen ausreicht, um die Fähigkeit der Akteure zu limitieren, zum gleichen Zeitpunkt ihre Positionen aufzulösen ohne signifikante Preiseinbußen hinnehmen zu müssen.⁴⁰ Allerdings muss betont werden, dass das Risiko von *crowded trades* ein den Finanzmärkten inhärentes Risiko und damit nicht nur auf Hedgefonds beschränkt ist.⁴¹ Dass ein derartiges Szenario auch nicht zwangsläufig eintreten muss, zeigt der Fall des Hedgefonds *Amaranth Advisors LLM*. Dieser, über 9 Mrd. USD Anlagevermögen verfügende Fonds galt bis zu seinem Zusammenbruch als ausreichend solide. Binnen weniger als zwei Wochen im August 2006 verlor er 65% des angelegten Kapitals. Grund hierfür war eine extrem einseitige Strategie, die auf eine Ausweitung der Spreads für Erdgas-Futures, also einem Anstieg des Naturgaspreises in den USA, setzte. Der Fonds wähnte sich auf der sicheren Seite, da in den Jahren zuvor schwere Hurrikane den Gaspreis nach oben getrieben haben. Diese blieben in der Saison 2006 aus. Als das Ausmaß der Fehlspekulationen deutlich wurde, versuchte Amaranth vergeblich, seine Positionen an andere Finanzinstitute zu verkaufen. Dies gelang nur mit einem erheblichen Abschlag auf den ursprünglich bezahlten Preis, der Markt war für Amaranth trocken. Offensichtlich wurde der Einfluss der „gehebelten“ Positionen bzw. deren Abbau auf die Marktliquidität unterschätzt. Parallel dazu verweigerten ihm die *prime broker* neue Kredite. Obwohl der Verlust weit höher war als die Positionen des LTCM-Hedgefonds im Jahre 1998 kam es zu keinen nennenswerten Erschütterungen der Finanzmärkte, die Krise hielt sich auf wenige Akteure beschränkt. Manche sehen darin einen Hinweis darauf, dass das Finanzsystem stabiler geworden ist.⁴²

Insgesamt kann festgehalten werden, dass Hedgefonds sowohl positive wie negative Wirkungen auf den Wirtschaftsprozess haben können. Der Gesamteffekt von Hedgefonds auf die Finanzstabilität ist nicht eindeutig zu beurteilen. Auf der einen Seite versorgen sie den Markt mit mehr Liquidität, was angesichts der hohen Marktkonzentration prinzipiell zu begrüßen ist, sind aber auf der anderen Seite dafür bekannt, dass sie höhere Risiken als andere eingehen, mit großer Hebelwirkung agieren und damit besonders anfällig für abrupte Preissprünge sind, wodurch sich die Nervosität der Märkte erhöhen kann.⁴³ Eine Debatte zur Regulierung von

⁴⁰ Counter Party Risk Management Policy Group (CPRMPG), *Towards Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective* [‘Corrigan II-Report’], New York Juli 2005, S. 48f.

⁴¹ Lucas Papademos, *Monitoring Hedge Funds: A Financial Services Perspective*, in: Banque de France, *Special Issue on Hedge Funds* [wie Fn. 39], S. 113 – 125.

⁴² Vgl. Roger Ferguson/David Laster, *Hedge Funds and Systemic Risks*, in: Banque de France, *Special Issue on Hedge Funds* [wie Fn. 42], S. 45ff.; Edgar Meister, *Risiken im Finanzsystem – Herausforderungen für die Bankaufsicht*, in: ÖBA - Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen, Nr. 1/07, Wien 2007, S. 11 – 16.

⁴³ Vgl. Jochen Felsenheimer/Christian Moersch, *Die Rolle von Hedgefonds in den internationalen Kreditmärkten*, in: Busack/Kaiser (Hg.), *Handbuch Alternative Investments* [wie Fn. 22], S. 243 – 259.

Hedgefonds muss auf der Erkenntnis aufbauen, dass es nicht eindeutig zu beurteilen ist, ob die Stabilität des internationalen Finanzsystems durch Hedgefonds gefördert oder beeinträchtigt wird. Ein staatlicher Eingriff kann nur dann befürwortet werden, wenn die Risiken eingedämmt werden, ohne dass die positiven Wirkungen verloren gehen. Aufgrund dieses ambivalenten Charakters kann, überspitzt formuliert, davon ausgegangen werden, dass Hedgefonds mit großer Wahrscheinlichkeit im Mittelpunkt künftiger Finanzkrisen stehen werden. Ebenso sicher werden sie aber auch ein Schlüssel zu der Lösung der Krise sein.⁴⁴

IV. Die Regulierung von Hedgefonds in der Praxis

Angesichts der nur geringen Größe der deutschen Hedgefonds-Branche und des dabei offenkundig werdenden Missverhältnisses zwischen ihr und der Intensität der hierzulande über sie geführten Debatte muss die Frage geklärt werden, inwiefern Hedgefonds überhaupt (negative) Auswirkungen auf die Wirtschaft haben können und damit staatliches Eingreifen rechtfertigen.

IV.1. Der „Königsweg“ zur Kontrolle von Hedgefonds: Die indirekte Regulierung

Der „Urknall“ der wirtschaftswissenschaftlichen Regulierungsdiskussion war der Zusammenbruch des Fonds LTCM, einer der bislang spektakulärsten und für das Finanzsystem am gefährlichsten Havarien eines Investmentfonds. Seit LTCM wird das Thema „Hedgefonds“ überhaupt erst von der Fachwelt diskutiert und die Frage aufgeworfen, ob Hedgefonds eines staatlichen Eingriffs erfordern. Der Crash war damals deshalb so überraschend, weil LTCM eines der kompetentesten Händlerteams der Wall Street und namhafte internationale Wissenschaftler – u.a. den Nobelpreisträger Myron Scholes – zu seinen Mitarbeitern zählte. Kurz vor seinem Ende hatte der Fonds einen Kredithebel in der 28-fachen Höhe des Eigenkapitals eingesetzt und war damit unerwarteten Marktereignissen nahezu schutzlos ausgeliefert. Ein solches trat am 17. August 1998 in Form der Ankündigung Russlands ein, seinen Schuldendienst an internationale Kreditgeber einzustellen. Die Risikoprämien auf Kredite stiegen daraufhin weltweit schlagartig an und LTCM konnte in einer Situation, in der er dringend neues Kapital benötigte, weder neue Kreditgeber noch Käufer für seine Wertpapiere finden. Der totale Zusammenbruch konnte nur durch eine von Privatbanken geleistete, aber von der *Federal Reserve Bank* organisierte

⁴⁴ Vgl. Gieve, *Hedge Funds* [wie Fn. 24], S. 449.

Liquiditätsspritze abgewendet werden. Dennoch verloren die Investoren einen Großteil ihres Kapitals. Neben den mangelhaften Modellberechnungen seitens des Fonds besteht heute weitgehend Einigkeit darüber, dass der Hauptgrund für den Crash in der viel zu wohlwollenden Bewertung und laxen Haltung seitens Banken, Gegenparteien und *prime broker* zu gegenüber dem Fonds sehen ist.⁴⁵

Welche Wege stehen theoretisch überhaupt offen für eine Kontrolle und Beschränkung von Hedgefonds? Beispielsweise wäre eine Limitierung von Kredithebeln und Leerverkäufen kontraproduktiv, da Fonds und deren Anleger die Chance genommen wäre, überdurchschnittliche Renditen zu erwirtschaften und die von Hedgefonds ausgehenden positiven systemischen Wirkungen ebenso verloren gingen. Auch das Argument, eine direkte Regulierung sei zum Schutz der Anleger notwendig, verfängt nicht. Zwar ist es richtig, dass Anleger ihr investiertes Geld verlieren können, dies rechtfertigt jedoch noch nicht einen staatlichen Markteingriff. In nahezu allen Ländern existieren per Gesetz hohe finanzielle Eintrittsbarrieren für die Anlage in Hedgefonds. Damit will der Gesetzgeber sicherstellen, dass nur solche Personen zu den Investoren gehören, von denen ausgegangen werden kann, dass sie sich sowohl ausreichend über Anlagestrategien und Vertrauenswürdigkeit des Managements informieren können und zudem ein Investitionsverlust verkraftet werden kann. Hedgefonds bleiben ein Nischenprodukt und nur einer bestimmten Klientel vorbehalten. Auch die Tatsache, dass zunehmend institutionelle Investoren zu den Anlegern gehören und somit indirekt ein Personenkreis investiert, der nicht zu den vermögenden Privatpersonen zählt, rechtfertigt nicht eine direkte staatliche Regulierung, sofern unabhängig Maßnahmen zur Regulierung dieser institutionellen Investoren getroffen werden. Dies ist in den meisten Ländern, so auch in Deutschland, der Fall.

Bei der Befürwortung der Regulierung aufgrund der systemischen Risiken ist zwischen den „direkten“ und den „indirekten“ Risiken zu unterscheiden. Denn der potentielle Ausfall einer einzelnen Bank begründet – wie im Fall des individuellen Anlegers – noch nicht die Notwendigkeit staatlichen Eingriffs. Die Begründung liegt auf der Hand: In einem auf Marktwirtschaft und Wettbewerb basierenden Wirtschaftsmodell ist es geradezu notwendig, dass es die Möglichkeit gibt, dass einzelne Marktteilnehmer ausfallen. Andernfalls bestünde auch nicht das Potential zu unternehmerischen Erfolg. Bestünde diese Möglichkeit eines Ausfalls nicht, wären die Marktteilnehmer nicht zu wettbewerbsfähigem Wirtschaften angehalten und vom Markt selbst würde keine disziplinierende Wirkung ausgehen.⁴⁶ Staatseingriffe können alleine dann rechtfertigt werden, wenn der Markt versagt, d.h., wenn von ihm keine Disziplin mehr

⁴⁵ Philippe Jorion, *Long-Term Capital Management. Ursachen und Risikomanagementlehren eines Phänomens*, in: Michael Busack/Dieter Kaiser, *Handbuch Alternative Investments* [wie Fn. 22], S. 439 – 448.

⁴⁶ Dies geht aus Schumpeter's bekanntem Prinzip der „schöpferischen Zerstörung“ hervor. Vgl. Joseph A. Schumpeter, *Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie*, Stuttgart 2005 [urspr. 1942].

ausgeht, die zum Funktionieren eines marktwirtschaftlichen Systems notwendig ist. Anders ausgedrückt, müssen sog. „negative externe Effekte“ wirken. Diese liegen dann vor, wenn unbeteiligte Dritte durch das (Fehl-)Verhalten Einzelner negativ betroffen sind, ohne für den Schaden eine Kompensationsleistung zu erhalten. Dies kann bei den „indirekten“ Effekten der Hedgefonds der Fall sein und ist heute aufgrund der Interkonnektivität des internationalen Finanzsystems sogar leichter möglich als auf anderen Märkten. Wie wir gesehen haben, wirken die indirekten Risiken über die Gegenparteien, Kontrahenten und *prime broker* auf das Gesamtsystem, diese sind sozusagen die „Ansteckungskanäle“ über die sich eine systemweite Krise ausbreiten kann. Ein Regulativ zur Eindämmung derartiger Gefahren hat daher bei diesen Institutionen anzusetzen, weil sie im direkten Geschäft mit Hedgefonds stehen. Deren Risikomanagement stellt die Grundlage des Funktionierens von Marktdisziplin dar, die dann die Gefahren der Finanzstabilität eindämmen kann.

Wie kann dies in der Praxis geschehen? Zu einem effektiven Risikomanagement seitens der *prime broker* gehört beispielsweise die Besicherung der Transaktionen mit Hedgefonds und die Anforderung, dass die Kreditaufnahme mit ausreichend hohen Eigenmitteln unterlegt wird. Ferner müssen verlässliche Stresstests durchgeführt werden, mit denen sichergestellt werden kann, dass eine Hedgefonds nicht solche Anlagestrategien verfolgt, die ihn bei geringsten Marktschwankungen bereits dem Ausfallrisiko preisgeben. Drittens müssen Gegenparteien und *prime broker* sicherstellen, dass der Fonds seinerseits über ein funktionierendes Risikomanagement verfügt, dass zudem eine laufende Bewertung der einzelnen Positionen zulässt, die darüber hinaus für die Marktteilnehmer leicht nachzuvollziehen ist. Auch von Investoren selbst kann Marktdisziplin ausgeübt werden. Von dem wachsenden Anteil institutioneller Großanleger an der Investorenbasis von Hedgefonds und dem damit verbundenen *Due Diligence*-Prozess dürfte eine positive Wirkung auf die Qualität des Risikomanagements als auch auf die Offenlegungspraktiken in der Hedgefonds-Branche ausgehen.

Transparenz seitens der Hedgefonds gegenüber den Gegenparteien und Investoren ist also die Quintessenz eines soliden Risikomanagements. Aufgrund der zentralen Bedeutung der Transparenz ist das Mitwirken der Hedgefonds-Branche selbst unverzichtbar, allerdings gilt es zu beachten, dass es dabei nicht um eine der allgemeinen Öffentlichkeit zugängliche Transparenz gehen kann. Denn diese würde nachteilige Wirkungen auf die Effizienz der Finanzmärkte haben. Dass Märkte effizient sein können, hängt zunächst von technischen Voraussetzungen ab, nämlich der Fähigkeit, dass Angebot und Nachfrage nach Finanzinstrumenten durch eine angemessene Infrastruktur zusammengebracht werden können. Technische Effizienz ist zwar eine notwendige, nicht jedoch eine ausreichende Bedingung. Ökonomische Effizienz erfordert auch, dass einige Marktteilnehmer bereit sind, zunächst Kosten in Informationsbeschaffung investieren und dann, auf Grundlage dieser Informationen Finanzgeschäfte mit der Hoffnung auf Profit durchzuführen. Solche Aktionen „bewegen“

die Märkte und stellen sicher, dass Preise einen möglichst korrekten Informationsgehalt aufweisen. Der Prozess der Preisfindung hängt also von der Bereitschaft einiger Investoren ab, exklusive Informationen zu besitzen und sich den Informationsvorsprung zu Nutze zu machen. Dies ist aber nur dann möglich, wenn zuvor Ineffizienzen bestanden haben. Mit anderen Worten: Ein Markt ist nur unter der Voraussetzung effizient, dass einige Marktteilnehmer davon ausgehen, dass er ineffizient ist.⁴⁷ Dieser Zusammenhang ist das grundlegendste Argument gegen eine der allgemeinen Öffentlichkeit zugängliche Transparenz von Hedgefonds.⁴⁸

Sinnvoll kann aber beispielsweise ein Transparenz-Dialog mit der Branche sein, der es den Finanzaufsichtsbehörden ermöglicht, Einblicke in die strategische Ausrichtung der Hedgefonds, ihre Risikofreudigkeit, ihre Mechanismen und Instrumente im Risikomanagement zu gewinnen, um so die in der Branche lauernden Risiken beurteilen zu können. Es ist aber fraglich, inwieweit ein Dialog in rechtlich-formalisierten Bahnen erfolgen sollte, denn es kann argumentiert werden, dass bei informellen Kontakten die Informationsbreite größer ist als bei einer regulatorisch festgelegten Auskunftspflicht, da dies die Branche nur dazu verleiten könnte, in „off-shore“-Standorte abzuwandern.⁴⁹ Weiterer Bestandteil zur Sicherstellung von Transparenz könnte die Etablierung von Wohlverhaltensregeln (*codes of conduct*) sein. Mit dem sich die Hedgefonds auf *benchmarks* für Risikomanagement und die Offenlegung von Informationen gegenüber Investoren und öffentlichen Stellen verpflichten. Voraussetzung wäre aber, dass Verstöße gegen den *code of conduct* auch durch die Branche veröffentlicht und über „*naming, blaming and shaming*“ eine weiche Sanktionierung erfolgen kann.

IV.2. Bestimmungen in Deutschland

Bis 2004 war der Vertrieb in- wie ausländischer Hedgefonds in Deutschland aufgrund von Leerverkaufs- und Kreditaufnahmeverboten im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) nicht zugelassen. Eine Anlage in Hedgefonds war nur durch den Erwerb von Ersatzprodukten in der Form von Hedgefonds-Zertifikaten möglich. Mit dem am 1.1.2004 in Kraft getretenen Investmentmodernisierungsgesetz sind die Auflage und der Vertrieb in- und ausländischer Hedgefonds in Deutschland unter bestimmten Bedingungen möglich. Dieses Gesetz umfasst das an die Stelle des KAGG getretene Investmentgesetz (InvG) und das Investmentsteuergesetz (InvStG), das die steuerlichen Bestimmungen zum Investmentgeschäft in einem einheitlichen Gesetz zusammenfasst.

Kapitel 4 (§112ff.) des InvG enthält die Regelungen zu deutschen Hedge-

⁴⁷ Dieses bekannte Paradoxon wurde formuliert von Sanford Grossman/Joseph Stiglitz, *On the impossibility of informationally efficient markets*, in: American Economic Review 70(3), Juni 1980, S. 393 – 408.

⁴⁸ Christian Noyer, *Hedge Funds: What are the main issues?*, in: Banque de France, *Special Issue on Hedge Funds* [wie Fn. 39], S. 105 – 111.

⁴⁹ IFD, *Leitlinien für mehr Transparenz* [wie Fn. 34].

fonds.⁵⁰ Es umfasst die Bestimmungen zu Single-Hedgefonds („Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“) wie auch zu Dach-Hedgefonds („Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“). Deutsche Hedgefonds können entweder von Kapitalanlagegesellschaften als eben diese Sondervermögen oder als „Investmentaktiengesellschaften“ nach dem Vorbild der luxemburgischen *société d'investissement à capital variable* oder der angelsächsischen *open-ended investment company* aufgelegt werden. In beiden Fällen bedarf es der vorherigen Zulassung durch die BaFin.⁵¹

Derzeit gelten Mindestanforderungen, die Single-Hedgefonds zu beachten haben. Zu diesen gehört der Grundsatz der Risikomischung⁵², die Anlagerestriktion auf zulässige Vermögensgegenstände⁵³ sowie die Befugnis zu Kredithebel oder Leerverkäufen, die allerdings durch eine Rechtsverordnung des Bundesfinanzministeriums eingeschränkt werden kann, soweit dies zur Wahrung der Integrität des Marktes erforderlich ist.⁵⁴ Zwar müssen sich die Single-Hedgefonds vor Geschäftsaufnahme bei der BaFin registrieren lassen, sind aber nicht dazu verpflichtet, ihr regelmäßig eine Vermögensaufstellung oder Handelspositionen zu übermitteln. Außerdem ist die Übermittlung des Nettoinventarwertes nur zu den gesetzlich vorgeschriebenen vierteljährlichen Rücknahmeterminen vorgesehen.⁵⁵ Dies stellt insofern eine signifikante Einschränkung der deutschen Hedgefonds-Branche dar, da ausländische Fonds die Möglichkeit haben, sehr viel längere Haltefristen („*lock-up periods*“) vorzusehen und daher eine langfristigere und gegebenenfalls sogar risikofreiere Strategie verfolgen können.

Deutsche Hedgefonds sind nach dem InvG verpflichtet, die Dienste eines *prime brokers* mit Sitz im EWR oder einem Vertragsstaat der OECD (also auch USA) in Anspruch zu nehmen, sofern dieser „einer wirksamen öffentlichen Aufsicht untersteht und über eine angemessene Bonität verfügt“⁵⁶ Mit dieser Regelung stellt der Gesetzgeber die Hedgefonds-Branche unter die indirekte Regulierung seitens der *prime broker*.

Single-Hedgefonds dürfen in Deutschland nicht öffentlich vertrieben werden.⁵⁷ Damit soll erreicht werden, dass nur qualifizierte Anleger in Hedgefonds investieren, also nur solche, die sich über die erhöhten Risiken bewusst sind bzw. die entsprechenden Voraussetzungen mitbringen, sich über die Risiken angemessen informieren und darüber hinaus Verluste leichter verkraften zu können. Zusätzlich ist die Erlaubnis zum nicht-öffentlichen Vertrieb nur Kreditinstituten und Finanzdienstleistern vorbehalten, die über eine entsprechende Anlage- und Abschlusserlaubnis

⁵⁰ Die nachstehenden Ausführungen orientieren sich an Wallach, *steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen* [wie Fn. 29].

⁵¹ §7 und §97 Investmentgesetz (InvG) in seiner geänderten Fassung (geändert durch Investmentänderungsgesetz, Beschluss des Kabinetts vom 25. April 2007).

⁵² §1 Satz 2 InvG.

⁵³ §2 versch. Abs. InvG.

⁵⁴ §112 Abs. 4 InvG.

⁵⁵ §116 Abs. 1 InvG.

⁵⁶ §112 Abs. 3 InvG

⁵⁷ §112 Abs. 2 InvG.

verfügen. Dies können aber auch ausländische Häuser sein, sofern sie eine entsprechende Erlaubnis der Heimatbehörde besitzen und Inhaber eines „Europäischen Passes“ sind.⁵⁸

Zusätzlich zu Single-Hedgefonds regelt das Investmentgesetz die Auflage von Dach-Hedgefonds.⁵⁹ Vereinfacht gesagt, ist ein Dach-Hedgefonds ein Fonds, der in andere Single-Hedgefonds (Zielfonds) investiert.⁶⁰ Da die Investition in Dach-Hedgefonds vom Gesetzgeber als ein Produkt für weniger vermögende und erfahrene Kleinanleger konzipiert wurde, dürfen sie zwar öffentlich vertrieben werden, unterliegen dafür aber vergleichsweise restriktiven Anlagebestimmungen. Kredithebel und Leerverkäufe sind Dach-Hedgefonds grundsätzlich verboten und nur 49% des Nettoinventarwertes dürfen in liquide Mitteln (Bankguthaben und Geldmarktinstrumente) investiert werden. Der Einsatz von Derivaten ist nur zur Währungssicherung von in Fremdwährung gehaltenen Vermögensgegenständen zulässig. Damit eine ausreichende Portfoliodiversifizierung sichergestellt ist, darf nicht mehr als je ein Fünftel des Nettoinventarwertes in einen einzelnen Zielfonds angelegt sein. Zudem darf in nicht mehr als zwei Zielfonds vom gleichem Manager oder Emittenten investiert werden. Ein Dachfonds muss sicherstellen, dass ihm sämtliche für die Anlageentscheidung notwendigen Informationen über die Zielfonds vorliegen. Dazu gehören regelmäßige Geschäftsberichte ebenso wie Informationen zur Organisation, Unternehmensmanagement, Anlagepolitik, Risikomanagement sowie Angaben zur Anlagebeschränkung, Liquidität, Umfang des Kredithebels und Durchführung von Leerverkäufen. Der Dachfonds ist verpflichtet, den Zielfonds hinsichtlich der Einhaltung der Anlagestrategien und Risiken laufend zu überwachen und sich regelmäßig über die allgemein anerkannte Risikokennziffern sowie deren Berechnungsmethode zu informieren. Auch dies ist charakteristisch für das deutsche Hedgefonds-Gesetz, denn es findet quasi auf Umwegen eine indirekte Regulierung der Single-Hedgefonds durch die Dachfonds statt. Bezüglich der aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen gelten für inländische Single- oder Dach-Hedgefonds nach internationalem Maßstab strenge Regelungen. Halbjahres- und Jahresberichte sind im elektronischen Bundesanzeiger und in einer verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung oder auf einer im Verkaufsprospekt angegebenen Internetseite öffentlich zu machen.⁶¹ Ein Single-Hedgefonds muss in diesen Berichten genaue Angaben zu den im Berichtszeitraum vorgenommenen Leerverkäufen machen.⁶² Ein Dach-Hedgefonds muss die Ausgabe- und Rücknahmeabschlüsse, die ihm beim Erwerb und der Rückgabe der Zielfondsanteile

⁵⁸ Vgl. Wallach, *steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen* [wie Fn. 29], S. 69.

⁵⁹ § 113 versch. Abs. InvG.

⁶⁰ Für weiterführende Informationen siehe Philipp Cottier/Georg Wessling, (2006), Funktionen, Formen und Investitionsprozesse von Dach-Hedgefonds, in: Busack/Kaiser (Hg.), *Handbuch Alternative Investments* [wie Fn. 22], S. 195 – 215.

⁶¹ §45 Abs. 1 InvG.

⁶² §44 Abs. 1 InvG.

belastet worden sind, angeben.⁶³ Ist ein Hedgefonds als Kapitalanlagegesellschaft konzipiert, muss der BaFin jede Transaktion mit Finanzinstrumenten, die an einer Börse oder einer ähnlichen Handelsplattform innerhalb des EWR getätigt wird, binnen fünf Tagen nach Geschäftsabschluss getätigt werden.⁶⁴

Hinsichtlich des Vertriebs ausländischer Hedgefonds aus Staaten außerhalb der EU in Deutschland ist ebenfalls zwischen Single- und Dach-Hedgefonds zu unterscheiden. Der öffentliche Vertrieb von Single-Hedgefonds ist grundsätzlich untersagt⁶⁵, Dach-Hedgefonds können hingegen unter bestimmten Auflagen öffentlich vertrieben werden. Dazu gehört zunächst eine effektive Aufsicht im Herkunftsstaat sowie eine „nach den Erfahrungen der Bundesanstalt befriedigenden Zusammenarbeit“ mit dieser.⁶⁶ Hedgefonds aus den *off-shore*-Zentren der Karibik dürften damit außen vor bleiben. Ferner kann ein Dachfonds dann öffentlich vertrieben werden, wenn eine qualifizierte Person im Geltungsbereich als Repräsentant benannt werden kann, der den Fonds gerichtlich wie außergerichtlich vertritt⁶⁷ oder ein *prime broker* bzw. Depotbank mit Sitz in der EU eingeschaltet wird.⁶⁸ Zusätzlich unterliegen ausländische Dachfonds denselben Anlagerestriktionen wie es ihre inländischen Pendants tun. Die Aufnahme der Geschäftstätigkeit von Hedgefonds muss der BaFin angezeigt werden und dabei „alle wesentlichen Angaben über die ausländische Investmentgesellschaft“ (Benennung der Repräsentanten, *prime broker*, Jahresberichte, etc.) dokumentiert werden.⁶⁹ Ausländische privatplatzierte (also nicht öffentlich vertriebene) Hedgefonds müssen nicht den Anforderungen inländischer Fonds entsprechen, sie unterliegen keinen gesetzlichen Regelungen, allerdings kommen inländische institutionelle Investoren (Pensionskassen, Lebensversicherungen) als Investoren aufgrund deren Investitionsbeschränkungen nicht in Betracht.⁷⁰ In Deutschland fallen die *prime broker* unter das Kreditwesengesetz (KWG), durch das sie einer Vielzahl von Regulierungsvorschriften bezüglich Registrierungspflicht, Liquiditäts- und Eigenmittelanforderungen, Rechnungslegungs- und Offenlegungspflichten, unterworfen sind. Beispielsweise muss gem. §14 des KWG vierteljährlich eine Meldung an die „Evidenzzentrale“ an der Bundesbank eingereicht werden. Diese Meldungen schließen *exposures* gegenüber Hedgefonds ein. Im Gegenzug erhalten die Institute eine Rückmeldung über die Gesamtverschuldung der von ihnen angezeigten Kreditnehmer, also auch der Hedgefonds.

⁶³ §41 Abs. 6. InvG.

⁶⁴ §10 Abs. 2 InvG.

⁶⁵ §135 Abs. 1 InvG.

⁶⁶ §136 Abs. 1(1) InvG.

⁶⁷ §138 Abs. 1 InvG.

⁶⁸ §136 Abs. 1(3) InvG.

⁶⁹ §139 Abs. 2. InvG.

⁷⁰ Vgl. Wallach, *steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen* [wie Fn. 29], S. 81.

IV.3. Bestimmungen in anderen Ländern

Die US-amerikanische Finanzaufsichtsbehörde SEC nahm sich nach LTCM der Regulierung von Hedgefonds an und auf ihre Initiative hin veröffentlichten die wichtigsten Finanzbehörden der USA (SEC, Finanzministerium und Zentralbank) im Jahre 1999 einen gemeinsamen Bericht, mit dem die Lehren aus LTCM gezogen wurden und der die künftig einzuschlagende Richtung bei der Regulierung von Hedgefonds, die auch heute noch verfolgt wird, festgelegt wurde. Es gibt in den USA kein eigentliches „Hedgefonds-Gesetz“ und die Regulierung findet ausschließlich über die Gegenparteien statt, die verpflichtet sind, die Höhe ihres *exposures* gegenüber Hedgefonds angemessen einzuschätzen.⁷¹ Die SEC erließ Ende 2004 jedoch eine neue Verordnung, mit der sie einen Großteil der bisher nicht regulierten Hedgefonds bzw. deren Management den Regelungen des *Investment Adviser Acts* unterwerfen wollte.⁷² Zu diesem Gesetz gehören vor allem die Registrierungsvorschriften, die verlangen, dass Name, Anschrift und Lebenslauf des verantwortlichen Fondsmanagers gemeldet und das exakte Vermögen sowie die Geschäftsbücher des Fonds offen gelegt werden müssen. Die Aufdeckung von Handelspositionen und -strategien wurde hingegen nicht verlangt.⁷³ Weiter war vorgesehen, dass Hedgefonds ihre Tätigkeiten genau aufzeichnen und diese an die SEC weiterleiten sollten. Schließlich waren weitere Regelungen bezüglich der Installierung von internen Mechanismen zur Verhinderung von Marktmissbrauch sowie Vorschriften zur Vergütungsstruktur vorgesehen.⁷⁴ Die zentrale Vorschrift der Verordnung betraf die Ermittlung der Anzahl von Anlegern. Hedgefonds hatten sich eine Ausnahmeregelung des *Investment Adviser Acts* zu Nutze gemacht, nach der eine Registrierung dann nicht erforderlich wurde, wenn weniger als 15 „Kunden“ im Fonds anlegten. Oftmals wurden aber Investmentgesellschaften als jeweils nur ein Anleger geführt, obwohl diese in Wirklichkeit nur zwischengeschaltet waren, ihrerseits selbst aber über eine Vielzahl von Anlegern verfügten.⁷⁵ Die Verordnung der SEC wurde am 23. Juni 2006 von einem Bundesberufungsgericht der USA für ungültig erklärt und zwar mit dem Hauptargument, dass es keinen Konsens über bestimmte Terminologien und Begrifflichkeiten wie Hedgefonds, Investmentgesellschaft und „Kunden“ gäbe bzw. die Rechtsbegriffe interpretationsfähig seien und die SEC daher nicht berechtigt sei, in Eigenregie diese Terminologien in ihrem Sinne vorzudefinieren.⁷⁶ Zwar ist die SEC derzeit bestrebt, andere Wege zu suchen, Hedgefonds einer

⁷¹ President's Working Group on Financial Markets (PWG), *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Washington D.C 1999.

⁷² Siehe Release IA-2333 der Securities and Exchange Commission (SEC).

⁷³ SEC, *Staff Report to the United States Exchange and Securities Commission on the Implications of the Growth of Hedge Funds*, Washington D.C., September 2003, S. 20ff.

⁷⁴ Vgl. Kumpan, Christoph, *Börsenmacht Hedge-Fonds – Die Regelungen in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland*, in: ZHR 170 (2006), S. 39 – 71.

⁷⁵ Vgl. ebda., S. 61.

⁷⁶ United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, rule No. 04-1434, Washington D.C. 2006.

schärferen Kontrolle zu unterwerfen, nichtsdestotrotz ist die Rechtslage derzeit so wie vor 2004. Die Betreiber von Hedgefonds können eine Beaufsichtigung durch die SEC nach dem *Investment Adviser Act* umgehen.⁷⁷ Dass sich daran in Zukunft etwas entscheidend ändern wird, ist nicht absehbar. Am 22. Februar 2007 veröffentlichte die PWG einen zweiten Bericht, in dem erneut der Überzeugung Ausdruck verliehen wird, dass die durch Kreditgeber, Gegenparteien und Investoren ausgeübte Marktdisziplin der effektivste Mechanismus für die Beschränkung des systemischen Risikos durch Hedgefonds darstellt.⁷⁸ Allerdings ist es erwähnenswert, dass sich nach der Verwerfung der SEC-Verordnung von den bis dahin 2300 registrierten Fondsbetreibern nur 200 wieder deregistrieren ließen, die Übrigen freiwillig weiterhin durch die SEC registriert. Offenbar besteht großes Interesse an einem Gütesiegel „*approved by the SEC*“.⁷⁹

In Großbritannien genießt die Finanzbranche vielfältige Freiheiten. Es verwundert daher nicht, dass - ähnlich wie in den USA - gegenüber Hedgefonds ein „*laissez-faire*“-Standpunkt vertreten wird.⁸⁰ Auch hier gibt es kein eigenes, nur Hedgefonds betreffendes Gesetz. Hedgefonds als Rechtspersönlichkeit werden überhaupt nicht reguliert, deren Manager erfordern allerdings, wie alle anderen Investment-Manager oder -Berater auch, eine Zulassung durch die britische Finanzaufsichtsbehörde FSA, da sie unter Artikel 37 (*Managing Investments*) und Artikel 53 (*Advising on Investments*) des *Financial Services and Markets Act* fallen.⁸¹ Nachdem der Hedgefonds-Manager die Zulassung durch die FSA erhalten hat, ist er lediglich dazu verpflichtet, die FSA-Regelungen zu „*Senior Management Arrangement, Systems and Controls*“ einzuhalten, also nur dazu, „ausreichend Sorge für eine seinen Zwecken angemessene Infrastruktur und Kontrollsysteme zu tragen.“⁸² Die FSA führt nicht weiter aus, was darunter genau zu verstehen ist, sondern behält sich vor, dies auf Fallbasis selbst entscheiden zu können. Sie begründet dies damit, dass sie es aufgrund von *moral-hazard*-Gefahren vermeiden möchte, dass bei Marktteilnehmern falsche Erwartungen bezüglich der Einflussmöglichkeiten durch die FSA geweckt werden könnten. Ohnehin ist es erklärtes Ziel der britischen Regierung, eine Abwanderung der Hedgefonds-Industrie ins Ausland aufgrund zu restriktiver gesetzlicher und aufsichtsrechtlicher Bestimmungen und Handhabungen zu verhindern. Der Regulierungsansatz Großbritanniens ist generell nicht „*rule-based*“, sondern „*principle-based*“ konzipiert, was

⁷⁷ Siehe hierzu ausführlich Kumpan, Börsenmacht Hedgefonds [wie Fn. 75], S. 56ff.

⁷⁸ PWG and U.S. Agency Principals, *Agreement among PWG and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines regarding Private Pools of Capital*, <http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf>, Washington D.C. 2006, S. 3.

⁷⁹ The Wall Street Journal vom 5. Januar 2007, S. C1.

⁸⁰ Alternative Investment Expert Group, *Hedge Funds*, [wie Fn. 26] S. 13ff.

⁸¹ Financial Services Authority (FSA), *Hedge Funds and the FSA*, Discussion Paper Nr. 16, London 2002; FSA, *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper Nr. 05/4, London 2005.

⁸² Vgl. ebenda., S. 16. Übersetzung durch den Autor.

bedeutet, dass von übermäßig formalisierten rechtlichen Durchsetzungspraktiken Abstand genommen wird. Demzufolge findet in Großbritannien auch kein formalisiertes aufsichtsrechtliches Monitoring von Hedgefonds oder ein formalisierter Dialog mit der Branche statt. Dies kann jedoch, wie gezeigt, bei der Regulierung von Hedgefonds eher von Vorteil sein. Die FSA beschränkt sich darauf, auf dem Wege informeller und unregelmäßiger Kontakte mit den größten Hedgefonds einen Überblick über die Hedgefonds-Industrie und deren Risiken zu erhalten, ist aber ansonsten der Ansicht, dass es in den Zuständigkeitsbereich der Gegenparteien, *prime broker* und Investoren fällt, zu kalkulieren, welchem Geschäftsrisiko sie sich aussetzen wollen.⁸³

Luxemburg war 1988 das erste EG-Land, das die europäische sog. „OGAW-Richtlinie“ (s.u.) in nationales Recht umsetzte. Die europäischen Banken und Investmenthäuser erkannten die Chancen des sich durch sie möglich gemachten „Europapasses“ und begannen, ihr europäisches wie internationales Geschäft verstärkt aus dem Kleinstaat heraus zu betreiben. Seitdem hat sich Luxemburg als das führende Investmentfondszentrum Kontinentaleuropas etabliert und ist auch ein attraktiver Standort für Hedgefonds und andere *alternative investment*-Gesellschaften.⁸⁴ Während Hedgefonds seit jeher von einer vergleichsweise liberalen Gesetzgebung profitieren konnten⁸⁵, hat Luxemburg am 13. Februar 2007 ein neues Gesetz in Kraft gesetzt, das die gesetzlichen Schranken noch einmal lockert. Ziel ist es, die Fonds-Industrie „*on-shore*“ zu holen.⁸⁶ Nach diesem Gesetz ist die Auflage von „*Specialised Investment Funds*“ (SIF) möglich, die im Vergleich zur bisherigen Gesetzgebung hinsichtlich der Unternehmensstruktur und möglichen Anlagestrategien eine größere Flexibilität ermöglicht und die aufsichtsrechtlichen Anforderungen erleichtert. Das Gesetz führt zudem das Modell des „qualifizierten Anlegers“ ein, das neben den institutionellen und professionellen Anlegern auch Privatpersonen die Anlage in Hedgefonds ermöglicht, sofern sie eine Mindestanlage von 125.000€ tätigen und über ausreichend „Sachverstand, Erfahrung und Kenntnis“ verfügen, um auf „angemessene Weise“ eine Anlage in dem SIF einschätzen zu können. Die SIF unterstehen der Zulassung und Aufsicht der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde CSSF, allerdings sieht das Gesetz keine Genehmigung vor Beginn der Geschäftstätigkeit eines spezialisierten Investmentfonds vor. Dagegen wird verlangt, dass die Anträge auf Eintragung bei der CSSF innerhalb eines Monats nach Grün-

⁸³ Vgl. FSA, *Valuation of Hedge Fund Portfolio – IOSCO releases paper for public consultation*, Briefing Note 029, London März 2007.

⁸⁴ Vgl. Website der Association of the Luxembourg Fund Industry: www.alfi.lu.

⁸⁵ Siehe zu Einzelheiten Odile Renner/Catherine Rückel, *Rechtliche Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Luxemburg*, in: Busack/Kaiser (Hg.), *Handbuch Alternative Investments* [wie Fn. 22], S. 643 – 657.

⁸⁶ Vgl. das luxemburgische Finanzgesetz Law of 13. February relating to Specialised Investment Funds, Art. 2 Abs. b(ii).

<http://www.alfi.lu/fileadmin/files/Why%20Luxembourg/Legal%20and%20Regulatory%20Environment/SpecialisedInvestmentFunds_law_of_13February2007.pdf> (Zugriff am 4.12.2007).

dung oder Errichtung des spezialisierten Investmentfonds gestellt werden. Eine Überprüfung eines Fonds erfolgt also erst nach Aufnahme der Geschäftstätigkeit. Einziges Erfordernis für die Zulassung ist, dass sich das Management sowie der „*prime broker*“ bzw. die Verwahrstelle in Luxemburg befinden. Ein SIF ist nicht an etwaige über die Gründungsdokumente und einen Jahresbericht hinausgehenden Dokumentationspflichten oder Transparenzerfordernisse gebunden und unterliegt keinerlei Anlagebeschränkungen.

Beim Ländervergleich wird deutlich, dass in Deutschland eine vergleichsweise strenge Hedgefonds-Regulierung existiert, die sowohl Elemente der direkten (bspw. „lock-up“-Perioden, Zertifizierungsprozess) wie auch der indirekten Regulierung (bspw. Pflicht zur Einschaltung eines *prime brokers* aus dem EWR, Meldung an die Bundesbank) enthält. Insofern kann die Frage gestellt werden, inwiefern ein „Mehr“ an Regulierung unter diesen Gesichtspunkten befürwortet werden kann.

IV.4. Die wichtigsten Maßnahmen auf internationaler Ebene

IV.4.1. Maßnahmen der öffentlichen Hand

IV.4.1.1. Regulierung in der EU

Allen Hedgefonds gemeinsam ist die Tatsache, dass es sich bei ihnen um kollektive Investmentvehikel handelt. Dies haben sie mit allen anderen Arten und Formen von Investmentfonds gemein. Insofern wäre anzunehmen, dass sie auf europäischer Ebene unter den sog. „OGAW-Rechtsrahmen fallen. Dieser Rechtsrahmen fußt auf einer Richtlinie von 1985⁸⁷, die später durch weitere Rechtsakte geändert und ergänzt wurde, unter anderem auch durch zwei FSAP-Richtlinien, die sog. „OGAW III“-Richtlinien.⁸⁸ Er harmonisiert die Vorschriften für den Aufbau, die Verwaltung der unter seinen Anwendungsbereich fallenden Fonds und beinhaltet Regeln für die Fondsdiversifizierung, -liquidität und für die Eigenkapitalanforderungen. Er legt die Bedingungen für den „Europäischen Pass“ fest, mit dem ein Investmentfonds in allen EU-Staaten vertrieben werden kann, sofern dieser ein bestimmtes Notifizierungs- und Lizenzierungsverfahren des jeweiligen Gastlandes erfolgreich absolviert hat. Durch die „OGAW III“-Richtlinien wurde die Anlagebeschränkungen im Vergleich zum vorherigen Zustand teilweise gelockert, Anlagefonds können nun in gewissem Umfang Hebeleffekte nutzen und in Finanzderivate investieren und somit in gewissem Umfang hedgefondsähnliche Anlagestrategien verfolgen.⁸⁹ Allerdings erfüllen Hedgefonds aufgrund

⁸⁷ Vgl. Richtlinie 85/611/EWG.

⁸⁸ Vgl. Richtlinie 2001/107/EG und Richtlinie 2001/108/EG.

⁸⁹ Vgl. Rainer Dieckmann/ Nikolaus Neundörfer, *EU Asset Management – Der Weg zum europäischen Binnenmarkt für Investmentfonds*, in: Deutsche Bank Research (Hg.), *EU Monitor*, Nr. 37 vom 8. Juni, Frankfurt 2006, S. 4.

ihrer spezifischen rechtlichen Konstruktion und ihres Standorts meist nicht die Bedingungen für die Zulassung als OGAW-Fonds, sodass in der EU kein gesondertes Gesetz, das sich nur auf Hedgefonds oder deren Management bezöge, existiert. Hedgefonds werden auf EU-Ebene nicht reguliert. Dies wird auch mittelfristig nicht der Fall sein: In ihrem „Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 – 2010“ strebt die EU-Kommission zwar eine Erneuerung des OGAW-Rechtsrahmens an, zu dem Ende 2007 ein entsprechender Richtlinienentwurf vorgelegt werden soll, Hedgefonds sollen davon aber explizit ausgenommen werden.⁹⁰

Nichtsdestotrotz gibt es eine Reihe von einschlägigen EU-Rechtsakten, die sich aus dem FSAP ergeben und wozu besonders die „Lamfalussy-Richtlinien“ zu zählen sind.⁹¹ Hierzu gehören die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)⁹², die Prospektrichtlinie⁹³ und die Marktmissbrauchsrichtlinie.⁹⁴ Beispielsweise besteht die Tätigkeit eines Hedgefonds-Managers unter anderem in der Anlageberatung im Bereich des Portfoliomanagements. Dabei handelt es sich um Tätigkeiten, die in den Anwendungsbereich der MiFID fallen. Der Hedgefonds-Manager muss daher die in der MiFID festgelegten Pflichten und Anforderungen in Bereichen wie Auftragsausführung, Interessenkonflikte und Risikomanagement erfüllen. Einschlägig ist neben der Geldwäsche-Richtlinie auch die jüngst verabschiedete Richtlinie zur Eigenkapitalausstattung von Wertpa-

⁹⁰ Vgl. Pressemitteilung der EU-Kommission vom 22. März 2007 („Finanzdienstleistungen: Kommission berät über Änderung der Regelung für Kleinanlegerfonds (OGAW-Richtlinie“).

⁹¹ Der Financial Services Action Plan wurde 1999 im Zuge der Euroeinführung ins Leben gerufen und schafft einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für die Finanzdienstleistungsbranche in Europa. Er besteht aus 42 Einzelmaßnahmen und wurde weitestgehend fristgerecht 2005 umgesetzt. Er stellt eine neue operationelle Basis für die Finanzbranche in der EU dar und orientiert sich an den aus dem Binnenmarktprogramm bekannten Grundprinzipien: „Europäischer Pass“, „Mindestharmonisierung von Rechtsstandards“ und „gegenseitige Anerkennung“ und hat als übergreifendes Ziel, die finanzielle Integration in der EU zu fördern. Der kurze Zeit nach dem FSAP lancierte Lamfalussy-Prozess aus dem Jahr 2001 hatte zwei Stoßrichtungen. Zum einen hat er die Finanzaufsicht in Europa insofern neu gestaltet, indem er die nationalen Finanzaufsichtsbehörden auf EU-Ebene in neu geschaffenen EU-Ebenen zusammengeführt hat. Zum zweiten schuf er ein neues bzw. ein an das Komitologieverfahren der EU angelehntes Gesetzgebungsverfahren („Lamfalussy-Verfahren“), welches zum Ziel hat, neue Finanzgesetze schneller durch die EU-Institutionen zu schleusen und durch die Einbindung der nationalen Finanzbehörden wie auch durch die Konsultierung privatwirtschaftlicher Verbände eine möglichst hohe „Qualität“ bei der Konzeption der eigentlichen Richtlinien zu gewährleisten. Im Lamfalussy-Verfahren wird lediglich noch die Rahmengesetzgebung durch das Mitentscheidungsverfahren der EU erlassen. Die Detailgesetzgebung und konkrete Durchführungsbestimmungen, wie auch das *Monitoring* bei der Umsetzung der Gesetze und deren Anwendung erfolgt durch nachgelagerte Expertengremien, nämlich durch die sog. „Lamfalussy“-Institutionen. Bislang sind vier sog. „Lamfalussy-Richtlinien“ erlassen worden. Vgl. Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, (Lamfalussy-Bericht) vom 15. Februar 2001, Brüssel.

⁹² Richtlinie 2004/39/EG.

⁹³ Richtlinie 2003/71/EG.

⁹⁴ Richtlinie 2003/6/EG.

pierfirmen und Kreditinstituten (CRD)⁹⁵, die die neuen Eigenkapitalanforderungen von „Basel II“ in europäisches Recht umsetzt. Wesentliches Element von Basel II ist die Berücksichtigung des Marktrisikos bei den Mindestkapitalanforderungen. Es besteht nun die Möglichkeit zu einer individuellen und differenzierten Risikogewichtung bei neu vergebenen Unternehmenskrediten, wobei die Bonitätsprüfung der Kreditnehmer entweder durch eine externe Ratingagentur oder durch ein internes Risikomodell der Bank erfolgen kann. Basel II wird daher dem erhöhten Risiko, das durch Hedgefonds unter Umständen entstehen kann, besser gerecht. Allerdings wachsen die Anforderungen für die Banken bzw. Gegenparteien von Hedgefonds nun erheblich, geeignete interne Risikomodelle zu entwickeln, um die finanzielle Situation eines Hedgefonds abschätzen zu können. Die Elemente der zweiten Säule von Basel II können hier gegensteuern: Diese verlangt von Bankaufsichtsbehörden im Rahmen – betont qualitativer – Prüfungen sicherzustellen, dass in jeder Bank die geeigneten internen Abläufe und Verfahren existieren, die zur Beurteilung der institutsspezifischen Risikosituation und einer angemessenen Eigenkapitalausstattung notwendig sind. Findet dies nicht statt, können die nationalen Bankaufsichtsbehörden das Kreditinstitut dazu auffordern, ihr Risikomanagement und die internen Kontrollen zu verbessern, ihre Rückstellungen oder sogar das Eigenkapital zu erhöhen. Die zweite Säule sorgt daher für eine angemessene Risikopolitik im Bankensektor, die auch den erhöhten Risiken durch Geschäfte mit Hedgefonds oder anderen alternativen Anlageformen gerecht wird.⁹⁶

IV.4.1.2. IOSCO

Die exakte preisliche Bewertung von Hedgefonds-Portfolios ist aufgrund der von ihnen verfolgten Anlagestrategien und der in die dabei investierten Finanzinstrumente per se oft sehr schwierig, da für bestimmte Typen von Finanzinstrumenten (z.B. Kreditderivate) keine Marktinformationen vorliegen. Insbesondere bei illiquiden Derivateprodukten, die oft nicht an öffentlichen Börsen, sondern *over-the-counter*, also innerhalb einzelner Finanzhäuser gehandelt werden, findet die Preisfindung für Finanzinstrumente nicht über den Markt statt und es ist der Einsatz komplexer Berechnungsmodelle notwendig. Diese Modelle bzw. deren Ergebnisse können zwischen den Hedgefonds oder Finanzakteuren stark voneinander abweichen. Finanzinvestoren laufen somit Gefahr, dass sie einen zu hohen Preis für ihre tatsächliche Investition bezahlen oder Verluste erleiden, wenn sie ihre Fondseinlagen zurücknehmen oder insgesamt zuviel an *performance*-Gebühren bezahlt haben, da der Fondsmanager geneigt sein könnte, aufgrund des „Interessenkonfliktes“ den Nettovermögenswert zu seinen Gunsten auszulegen. Außerdem kann eine „falsche“ Berechnungsmethode über Jahre hinweg zu einer verzerrten Bewertung der Vermögenspositionen und damit des Risikos eines Fonds führen, was wiederum

⁹⁵ Richtlinie 2006/49/EG.

⁹⁶ Siehe zu dieser Einschätzung EZB (2006), Monatsbericht Januar, a.a.O., S. 71-86; Report of the Alternative Investment Expert Group on Hedge Funds, a.a.O.

Rückwirkungen auf das Risikomanagement der Gegenparteien und *prime broker* haben kann. Die FSA hat im vergangenen Jahr einen Hedgefonds abgestraft, weil bei ihm eine erhebliche Diskrepanz zwischen dem tatsächlichen und dem von den Managern eingestuften Nettovermögenswert des Fonds festgestellt wurde. Die IOSCO, ein internationaler Zusammenschuss nationaler Finanzaufsichtsbehörden, versucht seit längerem, diesem Problem durch die Aufstellung einheitlicher Bewertungsstandards zu begegnen und hat am 13. März 2007 ein Konsultationspapier zu den „*Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*“ veröffentlicht. Die IOSCO-Prinzipien zielen darauf ab, dass Finanzinstrumente von Hedgefonds generell korrekt bewertet werden, besonders aber darauf, dass die Bewertungen nicht zum Nachteil von Investoren verzerrt sind. Das übergreifende Ziel der IOSCO-Empfehlungen ist es, dass in allen IOSCO-Mitgliedstaaten eine einheitliche Bewertungsmethode angewendet wird und zwar auf institutionell unabhängige, von den einzelnen Hedgefonds entkoppelte und für die Investoren auf transparente Art und Weise. Durch einen aus den Empfehlungen hervorgehenden *code of conduct* hätten Anleger zudem eine objektive Richtlinie für die *due diligence*-Prüfung sowie ein Instrument zur Bewertung von Informationsbereitstellung.⁹⁷ Zu dem Konsultationspapier kann derzeit öffentlich Stellung genommen werden, ihren Schlussbericht zu Bewertungsstandards, die dann auch nicht ohne regulatorische Folgen bleiben dürften, beabsichtigt die IOSCO bis Ende 2007 vorzulegen.

IV.4.1.3. Financial Stability Forum

Das FSF wurde als Reaktion auf die Finanzturbulenzen der späten 90er Jahre (Asien-, Russland-, Lateinamerikakrise) gegründet und beabsichtigt die Förderung der internationalen Finanzstabilität durch Informationsaustausch und internationale Kooperation. Im FSF kommen regelmäßig die auf nationaler Ebene für Finanzstabilität verantwortlichen Behörden (Finanzministerien, Finanzaufsichtsbehörden und Zentralbanken) sowie internationale Finanzinstitutionen wie IWF, Weltbank, OECD und BIZ zusammen.⁹⁸ Das FSF ist hier insofern von herausgehobener Bedeutung, da sich die G8-Staaten in Heiligendamm dafür ausgesprochen haben, dieses Gremium zu unterstützen und seinen Empfehlungen zu folgen.⁹⁹ Als direkte Reaktion auf die LTCM-Krise hatte das FSF im Jahr 2000 einen umfangreichen Bericht veröffentlicht, in dem eine detaillierte Analyse der Hedgefonds-Branche, der von ihr ausgehenden Risiken sowie der besten Methoden der Regulierung vorgenommen wurde. Das Gremium sprach sich für diverse „indirekte“ Regulierungsmaßnahmen aus, wie für ein verbessertes Risikomanagement seitens der Gegenparteien¹⁰⁰, eine verschärfte Kontrolle der Kreditgeber und *prime broker* der Hedgefonds,

⁹⁷ Financial Times vom 28. Mai 2007; IOSCO (2007), *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, vom 13. März 2007, Madrid.

⁹⁸ Website des FSF <http://www.fsforum.org/home/home.html>.

⁹⁹ G8 Summit Heiligendamm, a.a.O., S. 1ff.

¹⁰⁰ Dabei rekurrierte man insbesondere auf die Empfehlungen des „Corrigan II-Reports“ von 2005 (s.u.)

aber auch für ein verbessertes Risikomanagement der Hedgefonds selbst.¹⁰¹ Im Mai 2007 hatte das Forum eine Neufassung des 2000er-Berichtes vorgelegt, dessen zentrale Aussage lautet: „*counterparty risk management is the most effective approach to addressing the systemic risks associated with (...) [hedge funds]*.“¹⁰² Die Finanzaufsichtsbehörden werden daher animiert, auf die wichtigsten Gegenparteien und *prime broker* einzuwirken, ihre Verfahren des internen Risikomanagements und ihrer Methoden zur Einschätzung des *exposures* gegenüber der Fondsbranche weiter zu verbessern. Darunter fällt auch das Erfordernis, auf eine ausreichende Ausstattung mit Eigenkapital zu achten. Eine zweite Empfehlung lautet dahingehend, dass die Finanzaufsicht die „stress-tests“ der Gegenparteien auf ihre Widerstandsfähigkeit bei sich schlagartig verringernder Marktliquidität untersuchen muss. Drittens werden die nationalen Behörden aufgefordert, zu überprüfen, inwiefern eine Vereinheitlichung der Datenbasis über das *exposure* von Gegenparteien die bisherige aufsichtsrechtliche Praxis ergänzen könnte. Zur Sicherstellung der Marktdisziplin unterstützt das FSF die Initiativen von IOSCO zur Verbesserung der Vermögensbewertung von Hedgefonds. Die vierte Empfehlung des Forums lautet, die Markttransparenz gegenüber den Gegenparteien und Investoren durch nachvollziehbare und wahrheitsgemäße Methoden der Portfoliobewertung zu erhöhen. Schließlich wird die Hedgefonds-Industrie aufgefordert, *sound practice benchmarks* bezüglich Risikomanagement, Bewertungsmethoden und Offenlegung von Geschäftsstrategien und Anlageverfahren gegenüber Investoren und Gegenparteien aufzustellen bzw. existierende Richtlinien zu verbessern. Der grundlegende Ansatz des FSF bezieht sich auf Herstellung von Transparenz und Sicherung von Marktdisziplin. Dass sich die G8-Staaten mit dem FSF auf einen Ansatz festgelegt haben, der keine Elemente direkter Regulierung enthält, ist der Hauptkritikpunkt, der gegen die deutsche Hedgefonds-Initiative auf nationaler Ebene vorgetragen wurde.

IV.4.2. Die Ansätze der Privatwirtschaft

Der Bericht der *Counterparty Risk Management Policy Group* (CPRMPG) [„*Corrigan II-Report*“] aus dem Jahr 2005 hat in der internationalen Fachwelt für großes Aufsehen gesorgt, da zum ersten Mal die Privatwirtschaft selbst auf die Risiken der Hedgefonds-Branche und die Bedeutung eines angemessenen Risikomanagements seitens der Kreditgeber und Kontrahenten von Hedgefonds hingewiesen hat. Die G8-Transparenzinitiative der Bundesregierung gründete sich unter anderem auf diesem Bericht. Die CPRMPG ist ein Zusammenschluss der größten global tätigen Finanzinstitutionen, also Gegenparteien und *prime broker* und ihr Bericht formuliert eine Reihe von Verhaltenskodizes, wie die Finanzbranche selbst zur Stabilität des internationalen Finanzsystems beitragen kann. In den vergangenen Jahren haben die Gläubigerbanken und Gegenparteien ihr Risikomanagement bereits

¹⁰¹ FSF (2000), Report of the Working Group of Highly Leveraged Institutions, 5. April 2000.

¹⁰² FSF (2007), a.a.O., S. 5.

deutlich verbessert und sich dabei an den Empfehlungen des „Corrigan II“-Berichts orientiert. Der Bericht macht zudem explizit auf die Gefahren, die sich aus dem Wachstum des Kreditderivatemarkts und anderer komplexer Finanzinstrumente ergeben können, aufmerksam und weist darauf hin, dass diese Risiken von Gegenparteien und Kontrahenten ein verbessertes Risikomanagement erfordert. Der Bericht kommt zu der Feststellung, dass die meisten Firmen ihre diesbezüglichen internen Kontrollsysteme seit 1998 bereits grundlegend erneuert hätten. Gleichzeitig macht der Bericht aber darauf aufmerksam, dass ein Trend bei einigen Kreditgebern festzustellen sei, ihre Kreditvergabep Praxis zu lockern, um am attraktiven und gewinnträchtigen Hedgefonds-Geschäft partizipieren zu können. Zwar habe sich die Berechnung des *exposures* der Institute verbessert, die Berechnung des Marktliquiditätsrisikos hingegen verschlechtert.¹⁰³

Die wichtigsten Hedgefondsbranchenverbände haben sich seit LTCM um die Etablierung von Bestverhaltensregeln und Geschäftsführungsstandards bemüht. So hat die amerikanische *Managed Fund Association* im Jahr 2005 eine Neuauflage ihrer *sound business practices for hedge fund managers* veröffentlicht. Damit vergleichbar sind die *sound practices* der AIMA, eines in London ansässigen europäischen Branchenverbandes aus dem Jahr 2007. Beide Verbände streben eine Selbstverpflichtung der Branche zu *sound business practices* an und sprechen Empfehlungen zur Offenlegung von Informationen gegenüber Investoren und Gegenparteien aus. Die Standards beziehen sich zudem auf Wohlverhaltensregeln des Key Managements, das Risikomanagement und „stress-testing“ der internen Kontrollsysteme.¹⁰⁴

Die jüngste Eigeninitiative zur Selbstregulierung kommt derzeit aus London und kann als Erfolg der deutschen G8-Politik interpretiert werden.¹⁰⁵ Nur eine Woche nach dem Gipfel in Heiligendamm haben die 13 größten Hedgefonds Europas eine Arbeitsgruppe unter Leitung des ehemaligen Vizegouverneurs der Bank of England, Sir Andrew Large, mit dem Auftrag ins Leben gerufen, freiwillige *sound practices* bzw. einen Verhaltenskodex für Hedgefonds in den Bereichen Bewertung von *asset values*, Offenlegung von Details der Anlagestrategie und Risikomanagement zu erarbeiten. Diese Initiative wurde von deutscher Seite und auch von der EZB begrüßt. Die Gruppe will ihre Arbeit Anfang 2008 fertig stellen.¹⁰⁶

103 Als Marktliquiditätsrisiko kann dasjenige Risiko bezeichnet werden, dass Finanzmarkttransaktionen aufgrund mangelnder Marktliquidität nur zu einem schlechteren Preis als erwartet abschließen zu können. Die Problematik wird besonders bei *crowded trades* virulent. Vgl. „Corrigan II-Report“, S. 41ff.

104 Siehe zu den beiden Berichten: MFA (2005), „MFA’s Sound Practices for Hedge Fund Managers“, Washington D.C und AIMA (2007), „Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers“, London.

105 Was Peer Steinbrück auch tut: „Ohne den von uns angestoßenen Prozess hätte es ein solches Ereignis zum jetzigen Zeitpunkt möglicherweise nicht gegeben.“ Vgl. Financial Times Deutschland vom 20. Juni 2007; FT vom 18. Juni 2007.

106 Financial Times Deutschland vom 20. Juni 2007

V. Fazit

Hedgefonds sind zwar keine neue Erscheinung in der Finanzbranche, wenngleich sie in jüngster Zeit, aufgrund ihres erheblichen Wachstums, verstärkt in den Mittelpunkt der öffentlichen Betrachtung gerückt sind und in diesem Jahr aufgrund des G8-Gipfels die wirtschaftliche Auseinandersetzung in der Fachwelt maßgeblich mitbestimmt haben. Das verstärkte Auftreten von Hedgefonds und anderer alternative investment-Vehikel ist Folge des strukturellen Umbruchs in der Finanzlandschaft, der ursprünglich durch technischen Fortschritt und weltweite Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen ausgelöst wurde. Auch wenn die Hedgefonds-Branche in der Vergangenheit stark gewachsen ist, ist sie im Vergleich zur gesamten Investmentbranche noch verhältnismäßig klein. Dies gilt allemal für die deutsche Hedgefonds-Branche. Trotzdem sind Hedgefonds aufgrund ihrer hohen Handelsaktivität und Portfolio-Umschlaghäufigkeit einflussreiche Akteure an den Finanzmärkten. Hedgefonds tragen prinzipiell zur Effizienzsteigerung der Finanzmärkte bei und können beispielsweise aufgrund ihrer starken Beteiligung im Risikotransfermarkt einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems leisten. Im europäischen Kontext sind sie deswegen von Bedeutung, weil die Durchführung der Geldpolitik der EZB und damit der Erfolg des Euros auf effiziente Finanzmärkte angewiesen sind. Dies gilt, solange die finanzielle Integration Europas noch nicht vollendet ist.

Die Hedgefonds-Branche durchläuft seit einigen Jahren einen Strukturwandel- und Reifeprozess, der für den Regulierungsaspekt relevant ist. Diese bestehen erstens darin, dass die Branche nicht mehr so schnell wächst wie früher und sich erste Anzeichen für eine Marktsättigung bemerkbar machen. Zweitens verringern sich die durch Hedgefonds erzielten Rendite-Vorsprünge gegenüber herkömmlichen Investmentfonds. Offenbar adaptieren letztere erfolgreich hedgefondsähnliche Anlagestrategien. Drittens investieren institutionelle Großanleger mehr und mehr in Hedgefonds, wodurch ein „Professionalisierungsdruck“ auf das Management von Hedgefonds ausgeübt wird. Viertens mehren sich gerade unter den großen Fonds die Börsengänge, um durch Aktien- und Anleiheemissionen bei drohender Marktsättigung neue Geldquellen zu erschließen. Auch dies ist unter Regulierungsaspekten von Belang, da alle Fonds durch das „going public“ automatisch Transparenzanforderungen unterliegen. Damit zusammenhängend sind von der Branche verschiedene Initiativen mit dem Ziel ins Leben gerufen worden, Richtlinien für sound business practices und Verhaltenskodizes zu etablieren. Offensichtlich scheint, auch dies eine Konsequenz des Wandels der Investorenbasis und der Marktsättigung, ein nicht geringes Interesse an „Gütesiegeln“ und „Bonuszertifikaten“ zu bestehen, schließlich führen diese zu einer qualitativen Aufwertung des eigenen Anlagevehikels.

Hedgefonds können jedoch Destabilisierungspotential entfalten, da sie

besondere Anlagestrategien und -methoden (Kredithebel, Leerverkäufe) verfolgen und aufgrund ihrer aktiven und risikofreudigen Handlungsweise Signalwirkung auf andere Marktteilnehmer haben. Dadurch, dass in der global vernetzten Finanzwelt leicht „Externalitäten“ auftreten können, ist staatliches Eingreifen zu rechtfertigen. Es kommt aber maßgeblich auf das Wie an. Damit die positiven Effekte erhalten bleiben, müssen Hedgefonds indirekt über den „Umweg der Gegenparteien“ reguliert werden. Nur von ihnen kann die notwendige disziplinierende Wirkung des Marktes auf das Hedgefonds-Management ausgehen und damit ein für auf Wettbewerb basierendes Wirtschaftssystem unverzichtbarer Marktmechanismus erhalten bleiben. Voraussetzung dafür ist, dass die risikorelevanten Aspekte eines Hedgefonds den Gegenparteien und Kontrahenten transparent gemacht werden. An diesem Punkt muss das staatliche Regulierungsinstrumentarium ansetzen.

Weltweit existieren bereits eine Reihe von Vorschriften, gerade auch solche bezüglich der Transparenz von Hedgefonds. In Deutschland wurde mit dem Investmentgesetz ein Grundstein für eine hiesige Hedgefonds-Branche gelegt. Es ist allerdings zu bezweifeln, ob es den Anforderungen gerecht werden kann. Die bislang nur bescheidene Ansiedelung von Hedgefonds wirft vielmehr die Frage auf, ob es im internationalen Vergleich nicht zu restriktiv gefasst wurde (z.B. Verbot öffentlichen Vertrieb, kurze „lock-up“-Perioden). Dies gilt insbesondere im Hinblick auf andere europäische Länder (Großbritannien, Luxemburg), die erst kürzlich per Gesetz den Markt weiter geöffnet haben und damit einen Wettbewerbsvorteil gegenüber dem deutschen Standort aufweisen. Zumal der jetzt umgesetzte FSAP die Nutzung von „Europapässen“ attraktiv macht, mit der das Hedgefonds-Geschäft aus einem beliebigen Land der EU betrieben werden kann.

Die deutsche G8-Initiative muss als Erfolg gewertet werden. Immerhin konnte ausgerechnet das Land, das von den internationalen Akteuren die mit Abstand geringste Hedgefonds-Industrie aufweist, erreichen, dass in den angloamerikanischen Ländern eine rege Debatte über die Risiken der Fondsbranche stattfindet und von dort die derzeit interessantesten öffentlichen wie von der Branche selbst ausgehenden Initiativen hinsichtlich einer Selbstregulierung der Branche ausgehen. Parallel dazu gibt es bereits weiter reichende Vorschläge: Ein zu den Verhaltenskodizes komplementärer Ansatz wäre die Beurteilung von Hedgefonds durch anerkannte Ratingagenturen. Mit diesem Vorschlag hat auch die Deutsche Bundesbank von sich Reden gemacht.¹⁰⁷ Standard & Poor's oder Moody's beispielsweise sind im heutigen Finanzwesen unerlässliche Informationsbroker und verfügen über die notwendige Expertise und Ressourcen, um ihr Angebot auf die Hedgefonds-Branche auszuweiten. Bewertet werden soll gemäß diesem Vorschlag aber nicht das Ausfallrisiko von Forderungen, wie es bei den bereits existierenden Ratings der Fall ist. Bei Hedge-

¹⁰⁷ Edgar Meister, (2006), Transparenz von Hedgefonds, Rede bei der Sitzung des Beirates für Finanzen, Steuern, Geld und Kredit der Gesellschaft zum Studium strukturpolitischer Fragen in Berlin, Deutscher Bundestag, 14. Dezember 2006.

fonds wäre ein solches Rating wegen der sich schnell ändernden Portfoliozusammensetzung schnell veraltet und daher nur begrenzt aussagefähig. Vielmehr zielt der Vorschlag auf die Schaffung eines erweiterten Kredit-Ratings ab, das im Vergleich zu den bereits existierenden Ratings zusätzliche, für die Stabilität des Finanzsystems relevante Faktoren bewertet. Zu denken wäre hier zum Beispiel an die Investitionsstrategie eines Hedgefonds, seine Finanzierungsstruktur, die Risikodiversifikation, die Qualität der internen Kontrollen und die Steuerung operationeller Risiken sowie die Transparenz gegenüber Investoren und Gegenparteien. Kurz: Das Rating könnte die Einhaltung der *sound business practices* und der Verhaltenskodizes bewerten. Dies wäre ein marktkonformer Ansatz und läge im Eigeninteresse der Branche. Die großen internationalen Ratingagenturen arbeiten derzeit an der Entwicklung von spezifischen Hedgefonds-Ratings. Allerdings haben externe Ratings generell auch Nachteile. Sie können nicht in Echtzeit alle Entwicklungen nachvollziehen und in ihre Ratings einspeisen. Eine rapide Verschlechterung eines Fonds könnte zu spät erkannt und nicht angemessen beurteilt werden, eine endgültige Aussage über das Verlustpotential eines Fonds wäre unmöglich.¹⁰⁸ Gerade in der jüngsten Finanzkrise muss die Rolle von Ratingagenturen kritisch beleuchtet werden. Sie hatten bis kurz vor Ausbruch der Krise noch den US-„sub prime“-Immobilienmarkt mit einem Investmentgrad eingestuft! Ein noch weiter reichender Vorschlag bezieht sich darauf, ein internationales Kreditregister etwa nach deutschem Vorbild auf die internationale Ebene auszuweiten. Dies könnte vor allem für die europäische Perspektive interessant sein, da hier im Jahr 2005 innerhalb der Lamfalussy-Strukturen mit einem grenzübergreifenden Datenaustausch der Kreditvergabe an Unternehmen und die öffentliche Hand sowie den risk exposures der Banken begonnen wurde. Die IFD hat angeregt, ein internationales Kreditregister nach deutschem Vorbild an der BIZ in Basel einzurichten. Dort sollen gemäß den Vorstellungen der IFD eine Zentralstelle für allgemeines Informationspooling sowie die Zentralisierung eines Dialogs mit der Hedgefonds-Branche eingerichtet werden. Es ist allerdings zweifelhaft, ob ein derartiger Vorschlag außerhalb Deutschlands auf positive Resonanz stößt.

Das Schlusswort gilt der amerikanischen Hypothekenkrise und deren Auswirkungen auf das deutsche Bankwesen. Richtig ist, dass die drei oben genannten Banken aufgrund ihres Engagements im amerikanischen Kreditmarkt in Schieflage geraten sind. Doch scheinen Hedgefonds dafür nur bedingt als Verursacher in Frage zu kommen. Denn zum einen sind es nur einige wenige Banken in Deutschland, die in die Krise geraten sind, auch wenn sich deren gesamtes Ausmaß noch nicht abschätzen lässt. Manche Banken, beispielsweise die LBBW konnten vom Kreditbesicherungsgeschäft scheinbar in hohem Maße profitieren. Zum anderen scheint es bei den genannten Banken nicht immer mit rechten Dingen zugegangen zu sein. Der gesamte Vorstand der Sachsen LB wurde mittlerweile

¹⁰⁸ Vgl. ebda., S. 11.

entlassen und gegen Vorstandsmitglieder der West LB wird wegen Betrugs strafrechtlich ermittelt. Dies deutet eher darauf hin, dass hier versucht wurde, aus einer selbstverschuldeten Misswirtschaft mit unlauteren Mitteln wieder herauszukommen. Ein „Versagen des Marktes“ oder ein Verschulden von Hedgefonds kann nicht festgestellt werden.

Abkürzungsverzeichnis:

AIMA	Alternative Investment Management Association
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CPRMPG	Counterparty Risk Management Policy Group
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve Bank
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
IFD	Initiative Finanzstandort Deutschland
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFA	Managed Fund Association
OECD	Organisation of Economic Co-operation and Development
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
SEC	Securities and Exchange Commission